

**Universidad Nacional de Mar del Plata**  
**Facultad de Ciencias Económicas y Sociales**

**Tesis de grado:**

Aplicación del Enfoque Monetario de Balanza de Pagos  
en Argentina 1979-1981

**Autor:** Alfredo Villalobos

Licenciatura en Economía

# **Aplicación del Enfoque Monetario de Balanza de Pagos En Argentina 1979-1981**

**Autor:** Alfredo Villalobos

**Tutor:** Lic. Jorge Omar Robuschi

**Comité evaluador:**

Director de Tesis: Lic. Jorge Omar Robuschi

Profesores: Lic. Antonio Rayo

Lic. Ricardo Panza

*“En la política económica de ese gobierno  
debe buscarse  
no sólo la explicación de sus crímenes  
sino una atrocidad mayor  
que castiga a millones de seres humanos  
con la miseria planificada”.*

Rodolfo Walsh

A quien tuvo la enorme paciencia  
Un largo tiempo para guiarme, acompañarme,  
Enseñarme, dedicarme su tiempo y su capacidad,  
Desde el primer momento, para que este trabajo fuera posible  
A Jorge Robuschi, mi eterno agradecimiento

Gracias a Marcos Gallo

Al viejo Pancho

## **Resumen**

A partir de marzo de 1976, con el inicio del último gobierno de facto (1976-1983) de nuestro país, se producen profundas modificaciones en nuestra economía. En este trabajo se describe un período en particular (diciembre 1978-marzo de 1981), en el cual las políticas destinadas a la apertura de la economía, se acentuaron y profundizaron, a través de un programa anunciado el 20 de diciembre de 1978, por las autoridades económicas de la dictadura representadas por su ministro de economía, Martínez de Hoz.

La magnitud de las políticas aplicadas, que tuvieron como sustento la Teoría del Enfoque Monetario de Balanza de Pagos, produjo consecuencias como el endeudamiento externo, irreversibles hasta el día de la fecha y que condicionaron el desarrollo de nuestra economía a partir de ese momento.

## **Palabras claves**

Gobierno de facto – Apertura de la economía – Martínez de Hoz – Enfoque Monetario de Balanza de Pagos – Endeudamiento externo

## **Abstract**

Since March of 1976, starting the last dictatorship in our country, deep modifications of this one's economy took place. The present thesis describes a determined period (December 1978- March 1981) when the economic policies aiming the Open Economy, were emphasized through a program announced on December 20, 1978 by the dictatorship's economy authorities represented in the Minister Martínez de Hoz.

The magnitude of these applied policies, based on the monetary approach of the balance of payments, produced consequences like external debt, irreversible until the present day, that conditioned the development of our economy from then on.

## **Keywords**

Dictatorship – Open Economy – Martínez de Hoz- Monetary Approach of the Balance of Payments- External Debt

# INDICE

<b>Introducción</b>	<b>1</b>
<b>1. Marco teórico</b>	<b>5</b>
1.1 Perspectiva histórica	5
1.2 El modelo	7
1.3 Síntesis de las ecuaciones y las referencias	17
<b>2. Contexto internacional</b>	<b>19</b>
2.1 Sistema Monetario Internacional	19
El patrón oro	19
El sistema de Bretton Woods	21
2.2 Las crisis del petróleo en los años setenta	23
2.3 El endeudamiento externo	25
<b>3. Contexto nacional</b>	<b>28</b>
3.1 El modelo agroexportador	28
3.2 El período de sustitución de importaciones	29
<b>4. El comienzo de la dictadura y el período de marzo 1976 a diciembre 1978</b>	<b>33</b>
4.1 El inicio de la hegemonía financiera	33
4.2 La visión de Martínez de Hoz	35
El análisis del período 1945-1975	35
La Argentina en marzo de 1976	36
El programa del 2 de abril de 1976	37
4.3 Las principales medidas adoptadas entre abril de 1976 y diciembre de 1978	39
Política de sinceramiento de precios, abril de 1976	39
Ley de Inversiones Extranjeras, agosto de 1976	42
Tregua de precios, marzo de 1977	43
La reforma financiera, junio de 1977	44
La reforma financiera según el diagnóstico oficial	45
Política monetaria contractiva, cuarto trimestre de 1977 y primero de 1978	46
Desindexar la economía, mayo de 1978	48
<b>5. El Programa del 20 de diciembre de 1978, la nueva estrategia inflacionaria</b>	<b>50</b>
5.1 Presentación y análisis del programa	50
Reducción del déficit del presupuesto y del gasto público	51
La reforma arancelaria	52
El sector laboral	53
Reducción de la tasa inflacionaria	54
5.2 El análisis de Carlos Rodríguez sobre el Programa del 20 de diciembre	56
<b>6. Evolución del plan</b>	<b>58</b>
<b>7. Análisis de los supuestos</b>	<b>68</b>
7.1 La Ley de un solo precio y la Teoría de la paridad del poder de compra	68
La mirada de Martínez de Hoz sobre el plan de pautas	68
La explicación según distintos autores sobre la no convergencia de precios	69
7.2 La paridad de tasas de interés	77
La explicación según distintos autores sobre la no convergencia de las tasas de interés	77
La explicación de Martínez de Hoz	85
7.3 Apertura comercial	87
La evaluación de Juan Medina del plan de apertura de la economía Argentina 1979-1984	92

<b>8. Consecuencias de la aplicación del Enfoque Monetario de Balanza de Pagos</b>	<b>95</b>
8.1 Desindustrialización	95
8.2 Deuda externa	97
<b>9. Conclusión</b>	<b>105</b>
<b>10. Bibliografía</b>	<b>108</b>
<b>11. Anexos. Cuadros y gráficos</b>	<b>113</b>
Cuadro 1: Tasas de inflación interna y externa, 1979-1980	114
Gráfico 1 Tasas de inflación interna y externa, y diferencia con respecto al IPC	114
Gráfico 2 Tasas de inflación interna y externa, y diferencia con respecto al IPM	114
Cuadro 2: Tasas de inflación valores anuales 1970-1975 y trimestrales 1976-1981	115
Gráfico 3: Tasas de inflación valores trimestrales 1976-1981	115
Cuadro 3: Demanda global (índices a precios constantes de 1970,1975=100)	116
Cuadro 4: Actividad sectorial (números índices a precios de 1970,1975=100)	117
Cuadro 5: Cuenta Corriente del Balance de Pagos (en millones de dólares corrientes)	118
Cuadro 6: Balance de Pagos (en millones de dólares)	119
Cuadro 7: Esquema de pautas(tasas de crecimiento porcentuales con respecto al mes anterior)	120
Cuadro 8: Tasa de inflación (con respecto al mes anterior)	121
Cuadro 9: Tipo de cambio real (diciembre de 1978=100)	122
Cuadro 10: Reservas internacionales	123
Cuadro 11: Principales componentes de la demanda agregada 1	124
Cuadro 12: Principales componentes de la demanda agregada 2	125
Cuadro 13: Principales componentes de la demanda agregada 3	126
Cuadro 14: Deuda externa y reservas internacionales	127
Cuadro 15: Balanza de Pagos	128
Cuadro 16: Deuda externa y cuenta corriente	129

## Introducción

El 24 de marzo de 1976 una junta militar encabezada por Videla, Masera y Agosti<sup>1</sup> derroca al gobierno de Isabel Perón. Esta dictadura gobernó el país hasta marzo de 1983<sup>2</sup>. Durante este período se implementaron una serie de políticas, como la apertura comercial, y la apertura a los capitales externos, que produjeron profundos cambios en la estructura económica del país. Las consecuencias de esas políticas han sido irreversibles hasta el día de la fecha.

El responsable de formular las políticas económicas de la dictadura fue el entonces ministro de economía José Alfredo Martínez de Hoz, quien estuvo a cargo del ministerio desde el comienzo del gobierno de facto hasta marzo de 1981. Él fue el encargado de presentar el “*Programa de Recuperación, Saneamiento y Expansión de la Economía*” el 2 de abril de 1976, mediante el cual se pretendía comenzar a reformar la economía argentina.

Una de las prioridades de las autoridades, durante los cinco primeros años de la dictadura, fue la lucha contra la inflación. Se aplicaron distintas medidas con este propósito. La primera fue presentada en el programa del 2 de abril de 1976, y se dirigieron a lo que las autoridades definieron como el “*sinceramiento de precios*” de la economía, por el lapso de un año. Entre abril y julio de 1977 se implementó una “*tregua de precios*”, un llamado a los empresarios para que asumieran el compromiso de no modificar los precios por un lapso de 120 días.

Finalizada la tregua de precios, entre el tercer trimestre de 1977 y el primero de 1978, se ensayó una “*política monetaria activa*”, intentando contener la inflación mediante el control de la oferta monetaria. A partir de mayo de 1978 se llevó a cabo una política de “*desindexación de precios*”, apelando a disminuir las expectativas inflacionarias, que se consideraron en ese momento como la causa del aumento de precios.

Por último, en lo que respecta al período marzo de 1976-marzo de 1981, el 20 diciembre de 1978 Martínez de Hoz anuncia un programa de “*medidas de profundización y ajuste del plan económico*”, con las cuales se abre una nueva etapa en la lucha contra la inflación.

---

<sup>1</sup> Eran los jefes de las tres armas, el ejército, la marina y la fuerza aérea respectivamente.

<sup>2</sup> Videla fue el presidente de facto hasta marzo de 1981, lo sucedieron Viola, Galtieri y Bignone.



El presente trabajo describe la aplicación de las medidas anunciadas en el mencionado Programa del 20 de diciembre de 1978, que tuvieron como sustento teórico el Enfoque Monetario de Balanza de Pagos, y que se implementó hasta marzo de 1981, fecha en que se produce el primer cambio de presidente de facto.

A partir de la descripción de las políticas del programa del 20 de Diciembre de 1978, en el presente trabajo, se plantean los siguientes objetivos:

- **Señalar** los objetivos perseguidos por las autoridades y los resultados obtenidos de acuerdo a dichos objetivos.
- **Mencionar** los resultados esperados de acuerdo a la teoría y a los supuestos planteados por ésta.
- **Señalar** los resultados obtenidos de acuerdo a los objetivos que, sin hacerse explícitos por parte de las autoridades, motivaron la aplicación de este programa.
- **Identificar** las causas, en aquellos casos donde los resultados no coincidieron con los objetivos perseguidos.
- **Identificar** las consecuencias que produjeron las políticas aplicadas, en relación a la transformación de la estructura económica del país.

En relación a los objetivos perseguidos con la aplicación del programa estudiado, se distinguen aquellos que las autoridades hicieron explícitos, y que respondieron al control de la inflación, de aquellos que sin hacerse explícitos, parecieron motivar la aplicación de dicho programa y sobre todo el hecho de sostenerla en forma inexorable durante el tiempo que se mantuvo.

Para analizar los resultados de las medidas aplicadas se analizarán las principales variables que se buscaba modificar: la tasa de interés, la tasa de inflación, el tipo de cambio y el grado de apertura de la economía. Estas se contrastarán con los resultados esperados por las autoridades, de acuerdo a la teoría, con aquellos resultados que se produjeron realmente.

Para contrastar estos resultados se analiza si la realidad de Argentina se correspondía con los supuestos teóricos y si la aplicación de las políticas se desarrolló siguiendo en forma estricta los lineamientos de la teoría.

En el presente estudio se plantea como hipótesis que a partir de la aplicación de las políticas implementadas en el período estudiado (enero 1979-marzo 1981) se reformó la estructura económica de la Argentina.

En el primer capítulo se desarrolla la teoría del Enfoque Monetario de Balanza de pagos, ya que en ésta se basó la aplicación del programa estudiado. Se describen los supuestos que se plantean en este enfoque y los resultados que se esperaban de acuerdo a dicha aplicación.

En el segundo capítulo se lleva a cabo una contextualización histórica. En el marco internacional, se hace una breve referencia a los sistemas monetarios internacionales; las crisis del petróleo de la década del setenta; y el proceso de endeudamiento externo, que se produjo en esta misma década en el contexto de América Latina. Esta descripción se realiza con el propósito de identificar puntos de contacto entre algunos aspectos de la economía mundial y la aplicación de este enfoque teórico en Argentina.

En cuanto al contexto interno, en el tercer capítulo, se describen brevemente los modelos de desarrollo de Argentina, primero el modelo Agroexportador (1880-1930) y luego el de Sustitución de Importaciones (1930-1976). Esta descripción se utilizará para identificar cuáles fueron los cambios en la estructura económica que se dieron como consecuencia de la implementación de las políticas estudiadas.

En el cuarto capítulo se describen dos periodos, por un lado la situación económica de Argentina en el inicio del gobierno de facto en marzo de 1976 y por el otro, las políticas aplicadas entre marzo de 1976 y diciembre de 1978.

Para el primer periodo se presenta, una descripción desde la visión de Martínez de Hoz, de la evolución económica de la Argentina desde 1945 hasta 1975; la situación en el año 1976; y el programa presentado en el discurso del 2 de abril de 1976. Para el segundo periodo, las medidas que se tomaron para combatir la inflación entre marzo de 1976 y diciembre de 1978, y otras medidas que tienen relación directa con el programa estudiado

como son la Ley de Inversiones Extranjeras de 1976 y la Ley de Entidades Financieras de 1977.

En el quinto capítulo, en primer lugar, se describe el programa<sup>3</sup> que es objeto de estudio, y en segundo lugar el análisis del programa realizado por Carlos Rodríguez.

El capítulo seis analiza los datos y las cifras que arroja la economía del periodo.

El capítulo siete analiza y contrasta la visión de los distintos autores analizados para determinar si los supuestos de la teoría aplicada por el plan económico tienen un correlato en la realidad, e identificar las causas en aquellos casos en que no hay coincidencia.

En el capítulo ocho se analizan consecuencias como la modificación del sistema productivo, en relación a la apertura comercial; y el endeudamiento externo en relación a la apertura a los capitales externos.

Por último se presentan las conclusiones obtenidas de acuerdo a los objetivos planteados.

---

<sup>3</sup> Esta descripción se realiza tomando como fuente histórica el discurso dado por Martínez de Hoz en la presentación del plan económico el 20 de Diciembre de 1978 (Martínez de Hoz, 1981b).

## **1. Marco teórico**

Se describe el Enfoque Monetario de Balanza de Pagos desde una perspectiva histórica y un desarrollo del modelo siguiendo a García-Saieh (1985).

### **1.1 Perspectiva histórica.**

El enfoque monetario de Balanza de pagos ocupó por más de dos siglos, un lugar dominante en el ámbito de la teoría económica. Gervise, en 1720 adoptó algunos conceptos: aumentos del stock de dinero se traducirían en aumentos del gasto y éste a su vez produciría un déficit de la balanza de pagos. Este proceso continuaría hasta que los ingresos fuesen iguales a los gastos. Además si existen tipos de cambio fijos, la oferta monetaria es endógena. Esto también fue defendido por Hume y por Mill en 1848.

Ricardo en 1809, en su “Reply to Mr. Bosanquet”, menciona un mecanismo de ajuste, basado en la idea de arbitraje que asegura la existencia y cumplimiento de la “Ley de un solo precio”<sup>4</sup>.

En 1835 Cantillon, argumentó que un aumento de la oferta monetaria lleva al desequilibrio entre ingresos y gastos lo que supone desequilibrio de la balanza de pagos y que ello a su vez afecta al stock monetario hasta que este alcanza su equilibrio.

Whewell en 1856, se ocupó especialmente de lo que llamó el principio de los precios internacionales que no es otra cosa que la idea contenida en la “Teoría de la paridad del poder de compra”<sup>5</sup>, establecida después por Casell (1916). Wicksell en 1918, se refirió al hecho de que el arbitraje asegura el cumplimiento de la ley de un solo precio.

La continuidad del enfoque monetario de balanza de pagos fue interrumpido por algunos sucesos ocurridos alrededor de 1930. El más importante fue el colapso del sistema monetario internacional (1931). Los ajustes en este período se hicieron por vía de cambios

---

<sup>4</sup> La Ley de un solo precio establece que en los mercados competitivos, en los que no se consideran los costos de transporte ni existen barreras oficiales al comercio, tales como los aranceles, los productos idénticos vendidos en diferentes países deben tener el mismo precio, cuando éste venga expresado en términos de una misma moneda. (Krugman, 1995).

<sup>5</sup> La Teoría de la paridad del poder de compra establece que los niveles de precios de todos los países son iguales cuando se expresan en términos de una misma moneda, sostiene en consecuencia que a los tipos de cambio vigentes, el poder adquisitivo interno y externo de cada moneda es siempre el mismo. (Krugman, 1995).

en cantidades, desempleo masivo y se consideró el comportamiento monetario como impertinente para la solución de los problemas reales.

Desde los años de la depresión (1929-1932) hasta los primeros años posteriores a la segunda guerra mundial (1939-1945), el enfoque de las elasticidades domina la escena de la balanza de pagos, este enfoque se dirige a los efectos de los precios relativos sobre las importaciones y exportaciones, bajo el supuesto de que tanto los salarios nominales como los precios (internos) permanecen constantes.

La extensión keynesiana agrega el análisis del multiplicador a los cambios de la balanza de pagos. Los efectos de la oferta monetaria se ven anulados por los supuestos de elasticidad infinita de demanda u oferta de dinero, y de salarios y precios internos constantes, implícitos en el enfoque keynesiano.

Sin embargo debido a que en este período hubo alzas continuas de precios y altos niveles de empleo se hizo cada vez más difícil aceptar los supuestos keynesianos, sobre todo la existencia de una elasticidad-interés infinita de la demanda o de la oferta de dinero. A partir de esto los economistas consideraron que después de todo la oferta monetaria era un factor importante de la balanza de pagos, éste fue el renacimiento del enfoque monetario de balanza de pagos.

Meade en 1951, planteó por primera vez la necesidad de usar un instrumento distinto para cada objetivo de política económica. En el decenio de los cincuenta el Fondo Monetario Internacional, mostró interés en estudiar las bases analíticas de las soluciones que él prescribía a sus asociados para situaciones de crisis de balanza de pagos.

A principio de los sesenta Mundell, tuvo la idea del uso conjunto de las políticas monetaria y fiscal, así con dos instrumentos independientes era posible alcanzar dos objetivos de política económica, el pleno empleo y el equilibrio de la balanza de pagos. Esta combinación “fiscal-monetaria” fue un subproducto de otro aporte más importante, Mundell se dio cuenta de que, al existir movilidad de capital con tipo de cambio fijo, la oferta de dinero ya no era determinada por la autoridad monetaria.

A principios de los sesenta Harry Johnson formalizo la versión actual del enfoque monetario.

## **1.2 El modelo.**

Se basa en cuatro pilares fundamentales

**1.** Una visión del mundo como una economía cerrada. Se ve al mundo como un sistema cerrado compuesto por economías nacionales, abiertas e interdependientes, relacionadas entre sí por tipos de cambio fijo o imperfectamente fluctuante.

**2.** La teoría cuantitativa del dinero. Se teoriza que el cambio de los precios a largo plazo depende, sobre todo de cambios en el stock de dinero. A esta conclusión se llega al estudiar la interacción entre la demanda y la oferta de dinero.

**3.** La teoría de la paridad del poder de compra. Esta afirma que en el largo plazo el arbitraje de bienes expresados en moneda común tiende a igualar los precios de productos idénticos entre países, y con ello los respectivos niveles de precios. De acuerdo con esto si se supone un mundo con tipos de cambio fijo y monedas convertibles, se cumplirá también que el precio del dinero, será igualado internacionalmente.

**4.** Interpretación monetaria de la balanza de pagos. La balanza de pagos es el medio por el cual las personas ajustan su stock de dinero a la cantidad que desean mantener. Un desequilibrio en el sector monetario (exceso de demanda o de oferta de dinero) hará que los gastos sean diferentes (menores o mayores) que el ingreso o producto real. Puesto que los precios en una economía pequeña están fijados desde el exterior, este desequilibrio se reflejará en la balanza de pagos (superávit o déficit), lográndose así el cambio deseado (aumento o disminución) de la cantidad de dinero.

En estos pilares subyacen los siguientes supuestos:

- El modelo se estudia en una versión de “largo plazo”.
- Se plantea en términos de equilibrio general, y está formulado sobre la base de stocks de activos financieros. Es de equilibrio general, pues considera tanto al sector real como al sector monetario de la economía. Por otra parte los mercados de

activos financieros se han planteado en términos de stocks y cuando ha sido necesario derivar demandas y ofertas de flujo de activos financieros, ello ha sido hecho a partir de los stocks.

- Postulados de neutralidad y equiproporcionalidad
- Dinero como bien homogéneo
- Igualdad de precios, haciendo la salvedad de tarifas aduaneras, los costos de transporte, y los impuestos
- Las autoridades monetarias no neutralizan el impacto del dinero en la balanza de pagos
- Stocks de reservas suficientemente grande como para que no se agoten y el país se vea obligado a cambiar la paridad cambiaria
- Importante supuesto empírico: el mercado monetario es la fuente generadora de los desequilibrios en la economía. Supone una demanda de dinero estable y demandas y ofertas estables en el resto de los mercados, por lo tanto los desequilibrios son consecuencia de la inestabilidad de la oferta monetaria.

#### Supuestos de las ecuaciones del modelo

- En países pequeños con tipo de cambio fijo la inflación está determinada por la inflación internacional.
- Se supone que la demanda de dinero es estable y que depende de pocas variables, lo que está de acuerdo con la evidencia empírica. Esto se refleja en la ecuación 3.
- El rendimiento de los activos tiende a ser el mismo, dado que se supone que el capital tiene movilidad internacional, en términos marginales (independientemente de la moneda en la que esté expresado) y libre de riesgo. El razonamiento es el mismo de la teoría de la paridad del poder de compra, aplicado a la cuenta de capital de la balanza de pagos.
- M se define como  $M2 = \text{circulante y depósitos en cuenta corriente y a plazo en el sistema bancario}$ .

Si se considera que la particularidad del dinero es servir como medio de cambio, su definición es el dinero en efectivo en poder del público no bancario y los depósitos en cuenta corriente, (M1).

Si el dinero no es algo que circula, sino que es mantenido como un activo en la cartera, dada su capacidad de concentrar poder de compra, la definición de dinero cambia.

Friedman argüía que en la definición de dinero deben incluirse además, los depósitos en cuentas de ahorro o a plazo, agregado que se conoce como M2, mientras que otros economistas insisten en incluir los depósitos del público en instituciones financieras no bancarias.

- Se supone que cuando el gasto interno sobrepasa al ingreso nacional, existirán importaciones netas que servirán para satisfacer el exceso de demanda de bienes, lo que a su vez se traducirá en déficit de la balanza de pagos. Esto se expresa en la ecuación 8.

### **Las ecuaciones del modelo**

La primera ecuación refleja la teoría cuantitativa del dinero:

$$(1) M_w \cdot V_w = P_w \cdot y_w$$

Donde:

M es el stock nominal de dinero

P es el nivel de precios

y es el ingreso real

V es la velocidad de circulación de dinero

w indica que la variable pertenece al mundo

Esta ecuación afirma que un cambio en el dinero del mundo elevará los precios de éste al nivel necesario para mantener el equilibrio. En esta relación se cumple el “supuesto de equiproporcionalidad” (el nivel de precios variará en la misma proporción que la cantidad de dinero, para un nivel dado de ingreso) y el “supuesto de neutralidad” (el dinero no tiene influencias en las variables económicas reales, al menos en el largo plazo).



La segunda ecuación simboliza la paridad del poder de compra:

$$(2) P = XP^*$$

Donde:

P es el nivel de precios

X es el tipo de cambio

\* indica que la variable pertenece al otro país (o al resto del mundo)

Según la “Teoría de la paridad del poder de compra” si el tipo de cambio es fijo, entonces los niveles de precios de los países serán iguales cuando sean expresados en una moneda común.

De acuerdo con la ecuación (1), si en el mundo aumenta la cantidad de dinero ( $M_w$ ), el nivel de precios subirá proporcionalmente ( $P_w$ ), pero, de acuerdo con la ecuación (2), el nivel de precios del país pequeño está determinado por el nivel de precios del mundo. Por lo tanto de (1) y (2) surge que en países pequeños con tipo de cambio fijo, el aumento del nivel de precios está determinado absolutamente por la inflación mundial.

La tercera ecuación especifica la función de demanda de dinero que se utilizará en el modelo:

$$(3) \quad md = k y^\alpha e^{-\beta i} \qquad md^* = k^* y^{*\alpha} e^{-\beta^* i^*}$$

$$(3') \quad Md = k y^\alpha e^{-\beta i} P \qquad Md^* = k^* y^{*\alpha} e^{-\beta^* i^*} P$$

Donde:

md es la demanda de los saldos monetarios reales

Md es la demanda de saldos monetarios nominales

k es una constante

y es el ingreso real

$\alpha$  la elasticidad ingreso de la demanda de dinero

i la tasa de interés nominal

$\beta$  la semielasticidad de la demanda de dinero (supuesta igual para ambos países)

(\*) variables pertenecientes al otro país (o al resto del mundo)

( ' ) parámetros correspondientes a dichos países

La ecuación (3) tal como ha sido especificada supone que la demanda de dinero es estable y que depende de pocas variables.

Las siguientes igualdades representan una relación de paridad entre las tasas reales de interés de los países.

$$(4) \quad r = r^* = r_w$$

Donde:

$r$  es la tasa de interés real natural (usualmente asociada a la tasas de retorno del capital).

Esta ecuación expresa el concepto de tasa de interés (real) de paridad. De acuerdo con este concepto, el rendimiento real de todos los activos tiende a ser el mismo en todos los países, si estos activos han de ser mantenidos voluntariamente. Por lo tanto, si no existen restricciones a los movimientos de capital en otros países, de acuerdo con la ecuación (4) la tasa de interés real (marginal y libre de riesgo), es la misma en todos los países e igual a la mundial. El razonamiento es el mismo que para el caso de la “Teoría de la paridad del poder de compra” pero aplicado a la cuenta capital de la balanza de pagos.

La siguiente ecuación expresa la relación entre las tasas de interés real y la tasa nominal del mercado.

$$(5) \quad i = r + gPe \quad ; \quad i^* = r^* + gPe^*$$

Donde:

$i$  es la tasa nominal de interés

$gPe$  la tasa de inflación esperada

Esta ecuación define la relación fisheriana, según la cual la tasa de interés nominal en cada país debe ser igual a la tasa de interés real, más la tasa de inflación esperada.

### **Implicaciones del modelo para el control del dinero en países pequeños**

Si se toman las cuatro últimas ecuaciones se puede demostrar que tanto la cantidad real como la nominal de dinero no pueden ser afectadas por las autoridades monetarias, en el largo plazo.

De acuerdo con la ecuación (3') la demanda de dinero depende de: la tasa de interés nominal, el nivel de precios, y el ingreso real. Si se puede demostrar que estas tres variables no pueden ser influidas por la autoridad monetaria, entonces se puede afirmar que la demanda real y nominal de saldos monetarios también estarán dadas para esta autoridad. Se considerará entonces cada una de las variables en forma independiente.

#### La tasa nominal de mercado

La tasa de interés nominal es igual a la tasa de interés real más la inflación esperada. Debido a la paridad del poder de compra, la tasa de inflación del país está determinada por la inflación mundial. Además la tasa de interés real de un país está determinada por la tasa de interés real de equilibrio del resto del mundo y es igual a ésta. Entonces, se puede afirmar que la tasa de interés nominal de mercado estará determinada exógenamente, ya que tanto la tasa real como la inflación están determinados por factores exógenos al país.

#### El nivel de precios

De la ecuación (2) de paridad del poder de compra, se desprende que cuando el tipo de cambio está fijo el nivel de precios del país está determinado por el nivel de precios del resto del mundo.

#### El ingreso real

El modelo que se está usando supone que el ingreso real es una variable endógena a la economía, pero dada para la autoridad monetaria. Si se observa la ecuación de la teoría cuantitativa del dinero y se tiene presente el principio de neutralidad, se puede inferir que el

ingreso real es independiente de las variaciones monetarias, y por lo tanto esta determinado por variables ajenas a la autoridad. Se concluye que tanto la cantidad de dinero real como la nominal son ajenas a la autoridad.

Las ecuaciones de oferta de dinero son:

$$(6) \quad M = CI + R; \quad M^* = CI^* + R^*$$

Donde:

M es la oferta de dinero

CI es el crédito interno

R las reservas internacionales expresadas en moneda nacional de cambio fijo

Como se demostró, en países pequeños con tipo de cambio fijo la oferta nominal de dinero está determinada para la autoridad monetaria. Por tanto no podrá controlar la cantidad de dinero sino uno de estos componentes que es el crédito interno. Si éste aumenta las reservas deberán disminuir en la misma cantidad.

#### Ecuaciones de ajuste del mercado de dinero

$$(7) \quad \Delta M = \theta(M_d - M) \quad \Delta M^* = \theta(M_d^* - M^*)$$

Donde:

$\Delta M$  es el cambio en el dinero mantenido por unidad de tiempo, es decir, un flujo.

$(M_d - M)$  es el exceso de demanda u oferta de dinero y corresponde a la diferencia entre los stocks efectivos de dinero (M) y los deseados ( $M_d$ )

$\theta$  es el coeficiente de ajuste que indica la rapidez con que los stocks se ajustan a raíz de un desequilibrio.

La ecuación (7) muestra la velocidad a la que las personas ajustan sus stocks de dinero a las cantidades que desean mantener en su poder.  $\Delta M$  es la parte del exceso de demanda de oferta de dinero que la gente desea acumular o desacumular en el período.  $\Delta M$  además de ser función directa del equilibrio de stocks, varía proporcionalmente con el valor de  $\theta$  (este coeficiente es de carácter temporal y puede variar entre cero y uno de acuerdo con el tiempo de ajuste, a medida que el tiempo se prolonga también crece  $\theta$ ). En el muy corto plazo este coeficiente tiene un valor cercano a cero y en el largo plazo cercano a uno.

Las siguientes ecuaciones representan la demanda agregada:

$$(8) \quad Y_g = Y - \Delta M ; Y_g^* = Y^* - \Delta M^*$$

Donde:

$Y_g$  es la parte del ingreso dedicada al gasto

$Y$  el ingreso nominal

$\Delta M$  el cambio en las tenencias saldos monetarios nominales

De acuerdo con la ecuación (8), el ingreso será igual al gasto, siempre que la cantidad deseada de dinero ( $M_d$ ) sea igual a la cantidad existente ( $M$ ). Un exceso de demanda (u oferta) (flujo) de dinero hará que el ingreso sea mayor (menor) que el gasto, debido a que las personas desean destinar una mayor cantidad de su ingreso real a aumentar (disminuir) sus saldos monetarios.

Por lo tanto las ecuaciones de la balanza de pagos son las siguientes:

$$(9) \quad \Delta M = \Delta R = BP = -(BP)^* = -\Delta R = -X\Delta M^*$$

Donde:

$\Delta M$  es el cambio de la cantidad de dinero mantenido por unidad de tiempo

$\Delta R$  es el cambio de las reservas internacionales

BP es la variable que representa la balanza de pagos

X el tipo de cambio

La ecuación (9) resume la teoría monetaria de la balanza de pagos; expresa que los desequilibrios monetarios de un país ( $\Delta M$ ) se reflejarán en la balanza de pagos (BP) mediante la exportación e importación de bienes y valores (a cambio de dinero), lo que hará que las reservas (R) aumenten, o disminuyan, por igual valor, con lo que se conseguirá el aumento o la disminución del stock monetario (M).

De las ecuaciones presentadas el autor pretende dejar en claro que en el mundo como un todo, la suma de los saldos de las balanzas de pago individuales expresados en una moneda común deben ser igual a cero; es decir dado que el mundo se toma como una economía cerrada, el superávit (déficit) de un país debe ser igual al superávit (déficit) del resto del mundo.

### **Implicaciones del modelo para un país pequeño**

1º La primera implicación en el caso de un economía pequeña con tipo de cambio fijo es que las políticas tradicionales de balanza de pagos y monetaria son innecesarias. Un aumento de la cantidad de dinero que implique un exceso de oferta, provocará un aumento del gasto que llevará a un déficit de balanza de pagos. Pero este déficit significa una salida de reservas que provocará una disminución de los saldos monetarios, que igualará nuevamente los saldos monetarios deseados con los reales restableciéndose el equilibrio nuevamente.

Lo único que las autoridades monetarias pueden controlar es la composición de la oferta monetaria (es decir la proporción de crédito interno o de reservas) pero no su cantidad.

Igualando la oferta de dinero con la demanda de dinero en (3') y reemplazando P por  $XP^*$  nos queda:

$$(10) CI + R = ky\alpha e^{-\beta i} XP^*$$

Dado que los valores del lado derecho de la ecuación están dados exógenamente, cualquier cambio en el crédito interno debe ser compensado por un aumento de igual tamaño pero de signo contrario en las reservas internacionales.

2° Si se supone que no hay variación monetaria en el exterior, cualquier déficit o superávit de la balanza de pagos es responsabilidad exclusiva de las autoridades monetarias, ya que esto se producirá si existe un exceso de oferta o demanda de dinero.

3° Este tipo de economía con tipo de cambio fijo ( $hX = 0$ ) no podrá controlar en el largo plazo su nivel de precios, ni su tasa de inflación ya que ambas variables estarán determinadas en el nivel internacional. La inflación de un país puede diferir a la internacional si se varía el tipo de cambio.

4° Las autoridades monetarias tienen un control sobre la oferta monetaria en el corto plazo debido a demoras de ajustes en el mercado monetario. Debido a las demoras de ajuste es posible la acumulación de efectos rezagados sobre la balanza de pagos, que vayan más allá de la capacidad de endeudamiento y de las reservas del país y lo obliguen a cambiar el tipo de cambio.

En resumen, con tipo de cambio fijo, el equilibrio de largo plazo en el mercado monetario de los países pequeños se obtiene a través de “ajustes en cantidades” (principalmente a través de los flujos internacionales de dinero), un tipo de cambio estable entre las distintas monedas internacionales hará, por lo tanto que la inflación se convierta en un problema internacional, ya que la tasas inflacionarias de los distintos países convergerán hacia un nivel mundial.

### 1.3 Síntesis de las ecuaciones y las referencias

#### Síntesis de las ecuaciones

1.  $M_w.V_w = P_w.Y_w$  (Teoría cuantitativa del dinero)
2.  $P = XP^*$  (Teorema de la paridad del poder de compra)
3.  $md = k y \alpha e^{-\beta i}$        $md^* = k^* y^* \alpha e^{-\beta^* i^*}$       3'  $Md = k y \alpha e^{-\beta i} P$   
 $Md^* = k^* y^* \alpha e^{-\beta^* i^*} P^*$  (Funciones de demanda de dinero)
4.  $r = r^* = r_w$  (Relación de paridad de intereses)
5.  $i = r + gPe$  ;  $i^* = r^* + gPe^*$  (Relación entre las tasas de interés real y la de mercado)
6.  $M = CI + R$ ;       $M^* = CI^* + R^*$  (Ecuaciones de oferta de dinero)
7.  $\Delta M = \theta(Md - M)$        $\Delta M^* = \theta(Md^* - M^*)$  (Ecuaciones de ajuste del mercado de dinero)
8.  $Y_g = Y - \Delta M$  ;  $Y_g^* = Y^* - \Delta M^*$  (Demanda agregada)
9.  $\Delta M = \Delta R = BP = -(BP)^* = -\Delta R = -X \Delta M^*$  (Ecuaciones de Balanza de Pagos)

#### Síntesis de las referencias

M es el stock nominal de dinero

P es el nivel de precios

y es el ingreso real

V es la velocidad de circulación de dinero

w indica que la variable pertenece al mundo

X es el tipo de cambio

\* indica que la variable pertenece al otro país (o al resto del mundo)

( ' ) parámetros correspondientes a dichos países

md es la demanda de los saldos monetarios reales

Md es la demanda de saldos monetarios nominales

k es una constante

$\alpha$  la elasticidad ingreso de la demanda de dinero

i la tasa de interés nominal



$\beta$  la semielasticidad de la demanda de dinero (supuesta igual para ambos países)

$r$  es la tasa de interés real natural (usualmente asociada a la tasa de retorno del capital).

$g$  la tasa de inflación esperada

$M$  es la oferta de dinero

$CI$  es el crédito interno

$R$  las reservas internacionales expresadas en moneda nacional de cambio fijo

$\Delta M$  es el cambio en el dinero mantenido por unidad de tiempo, es decir, un flujo.

$(M_d - M)$  es el exceso de demanda u oferta de dinero y corresponde a la diferencia entre los stocks efectivos de dinero ( $M$ ) y los deseados ( $M_d$ )

$\theta$  es el coeficiente de ajuste que indica la rapidez con que los stocks se ajustan a raíz de un desequilibrio.

$Y_g$  es la parte del ingreso dedicada al gasto

$Y$  el ingreso nominal

$\Delta M$  el cambio en las tenencias saldos monetarios nominales

$\Delta M$  es el cambio de la cantidad de dinero mantenido por unidad de tiempo

$\Delta R$  es el cambio de las reservas internacionales

$BP$  es la variable que representa la balanza de pagos

## **2. Contexto internacional**

### **2.1 Sistema monetario internacional**

#### El patrón oro (1870-1914)

Este periodo merece atención debido a que las subsiguientes tentativas de reformar el sistema monetario internacional, sobre la base de los tipos de cambio fijos, pueden considerarse como el intento de alcanzar la fortaleza del patrón-oro evitando sus debilidades<sup>6</sup>.

El patrón-oro tuvo su origen en el uso de la moneda de oro como medio de cambio, unidad de cuenta y depósito de valor. Gran Bretaña es el primer país en institucionalizarlo legalmente, debido a su liderazgo mundial en la segunda mitad del siglo diecinueve, numerosos países lo imitan con la esperanza de conseguir un éxito económico.

Bajo este sistema la primera responsabilidad de un banco central era preservar la paridad oficial entre su moneda y el oro, para esto necesitaba un stock adecuado de reservas en oro. Mediante la fijación de los precios en términos del oro se pretendía limitar el crecimiento monetario de la economía mundial y estabilizar así los niveles de precios mundiales. Asimismo los bancos centrales, intentaban evitar las bruscas fluctuaciones en la balanza de pagos. Dado que las reservas internacionales tomaban la forma de oro, los superávits o déficit en las balanzas de pagos tenían que ser financiados mediante el envío de oro entre los bancos centrales.

El patrón-oro asentaba su funcionamiento en cuatro reglas: la primera señala que cada país incluido en el sistema, debía fijar el valor de su moneda en función del oro. A ese

---

<sup>6</sup> Como principales ventajas del Patrón-oro se consideran: la simetría en el ajuste de balanza de pagos (ya que todos los países participan en la misma proporción vendiendo o comprando oro). Otra ventaja es que, dada la obligación de los bancos centrales de mantener fijo el tipo de cambio con respecto al oro, éstos no pueden permitir que sus ofertas monetarias crezcan más rápidamente que sus demandas de dinero en términos reales, ya que un rápido crecimiento monetario acaba aumentando el precio en dinero de todos los bienes y servicios incluido el oro. Esto hace que los valores de las monedas sean más estables y fáciles de predecir, mejorando las transacciones económicas que se realizan.

Como desventajas de este sistema monetario se consideran: que restringe de forma no deseable la utilización de la política monetaria para disminuir el desempleo; que la vinculación de los valores de las monedas vinculadas al oro asegura un nivel de precios estable, solo si el precio relativo del oro y de los otros bienes y servicios es estable y; permite que los países que disponen de una importante producción de oro, puedan influir en las condiciones macroeconómicas mundiales, por medio de las ventas de oro en el mercado.

precio se debía garantizar la convertibilidad de la moneda en oro. La segunda, establecía la estabilidad de los tipos de cambio, lo que beneficiaba al comercio internacional. La tercera afirma que cada país debía mantener una cantidad de reserva de oro en relación directa a la cantidad de moneda en circulación. Por último, para facilitar el ajuste casi automático de los equilibrios en las balanzas de pagos era necesario el fomento del comercio internacional libre, además cada país no debía dificultar las exportaciones e importaciones de oro a través de sus fronteras.

El patrón-oro descrito por Hume<sup>7</sup> contiene algunos poderosos mecanismos automáticos de ajuste que contribuyen a conseguir de manera simultánea el equilibrio de la balanza de pagos en todos los países. Cuando en un país se produce un incremento de las exportaciones, este hecho traía consigo un aumento de la entrada de oro. Debido a la obligación de mantener una relación directa entre la moneda en circulación y sus reservas de oro, al incrementarse éstas últimas debía ser aumentado el número de monedas en circulación. El incremento de la oferta monetaria provocaría de acuerdo a la teoría cuantitativa del dinero una elevación del nivel de precios: inflación. Siguiendo la secuencia lógica, el proceso inflacionista generaría una disminución de la competitividad de las exportaciones del país considerado, con lo cual se reduciría el volumen de exportaciones.

De esta forma, si se cumplían las condiciones impuestas por el sistema monetario internacional del patrón oro, se producía el ajuste prácticamente automático y de forma simultánea de las balanzas de pagos de los países que optaron por la adopción de esta disciplina monetaria. (Krugman, 1995).

Este sistema pretendía mediante la fijación de los precios de las monedas en términos del oro, limitar el crecimiento monetario de la economía mundial y estabilizar así los niveles de precios mundiales. Sin embargo en el corto plazo en las economías

---

<sup>7</sup> De acuerdo al mecanismo de ajuste-precio descrito por Hume cuando en un país se producía un incremento de las exportaciones, este hecho traía consigo un aumento de las entradas de oro (al ser pagadas las transacciones internacionales mediante este metal). Debido a la obligación asumida por los países ligados a este patrón monetario, de mantener una relación directa entre las monedas en circulación y sus reservas de oro, al incrementarse estas últimas debía ser aumentado el número de monedas en circulación. El incremento de la oferta monetaria, provocaría, como es conocido, una elevación del nivel de precios, esto es, inflación. Siguiendo la secuencia lógica, el proceso inflacionista generaría una disminución de la competitividad de las exportaciones del país considerado, con lo cual se reduciría el nivel de exportaciones. De esta forma, si se cumplían las condiciones impuestas por el Sistema Monetario Internacional del patrón oro, se produciría el ajuste prácticamente automático y de forma simultánea de las balanzas de pago de los países que adoptaron esta disciplina monetaria. (García Pozo).

nacionales se sucedieron períodos de inflación y deflación. Esto refleja una de las desventajas de este sistema, el cambio en el precio relativo del oro y de los otros bienes.

Los países abandonan el patrón-oro durante la primera guerra mundial, cuando los gobiernos financiaron gastos militares con emisión de dinero. Además intentando ayudar a la reconstrucción de los países finalizada la guerra a través del gasto público, dio como resultado un fuerte aumento en las ofertas monetarias y en los niveles de precio.

### El sistema de Bretton Woods

En julio de 1944 los representantes de 44 países reunidos en Bretton Woods, intentaron diseñar un sistema monetario internacional que pudiera llegar a promover el pleno empleo y la estabilidad de los precios a la vez que permitiera a cada país conseguir el equilibrio externo sin imponer restricciones al comercio internacional.

Se acordó un tipo de cambio fijo en relación al dólar y un precio invariable del dólar en oro. El sistema era pues el patrón de cambio-oro<sup>8</sup> en el que el dólar era la principal moneda de reserva. Durante los primeros veinte años de funcionamiento del sistema los tipos de cambio permanecieron estables y el comercio internacional creció firmemente. La liquidez internacional se mantuvo en niveles razonables principalmente por la confianza que los bancos centrales de los países miembros tenían depositada en el dólar como moneda de reserva y al existir la cantidad de oro suficiente para respaldar los dólares en circulación.

A partir de los primeros años de la década del sesenta comenzaron a producirse las primeras tensiones en el sistema, debido a que los incrementos de liquidez internacional no se produjeron con la misma rapidez que el crecimiento del comercio internacional. Esta liquidez se produjo gracias a la inyección de dólares producida por Estados Unidos, para financiar sus déficit de balanza de pagos. Esto motivó la obligación de realizar un reajuste entre la paridad existente entre el dólar y el oro, esto es devaluar el dólar. Éste a la postre sería el principal problema no resuelto por el Sistema Monetario Internacional de Bretton Woods.

---

<sup>8</sup> Bajo este sistema las reservas de los bancos centrales se componen de oro y de divisas, cuyos precios en términos de oro son fijos, y cada banco central fija su tipo de cambio, vinculándolo a una de las divisas cuyo precio en oro es fijo. Este sistema puede operar como el de Patrón-oro evitando que se produzca un crecimiento excesivo de la oferta monetaria mundial, y al mismo tiempo permite una mayor flexibilidad en el crecimiento de las ofertas monetarias que pueden mantenerse en otro tipo de activos además del oro. Asimismo este sistema mantiene las desventajas del Patrón-oro enunciadas en la nota anterior.

A fines de la década del sesenta y pese a varios intentos de aumentar la liquidez internacional al mismo tiempo que crecía el comercio internacional el patrón dólar-oro mostraba claros síntomas de debilidad. El dólar comenzaba a perder credibilidad debido fundamentalmente, a los incrementos espectaculares del déficit de Estados Unidos. El temor consistía en que Estados Unidos no pudiera respaldar con oro las enormes cantidades de dólares en circulación fuera de su país.

Entre fines de 1967 y principios de 1968 los especuladores privados comienzan a comprar oro anticipándose a su aumento en dólares. En marzo de 1968 los bancos centrales anuncian la creación de un mercado de oro a dos niveles, uno privado y otro oficial, esto implicó un punto de inflexión en el sistema de Bretón Woods. Dado que el objetivo básico del sistema de patrón cambio-oro era prevenir la inflación, por medio de la fijación del precio del oro en dólares, este principio se rompía con la creación del mercado de oro a dos niveles.

En agosto de 1971, el presidente de Estados Unidos Richard Nixon anunció que su país no seguiría vendiendo de forma automática oro a los bancos centrales. Además impuso un impuesto de 10% sobre todas las importaciones a los Estados Unidos que se mantendría hasta que los socios comerciales de los estadounidenses acordaran reevaluar sus monedas con respecto al dólar. En diciembre de 1971 se logró un acuerdo, el dólar fue devaluado alrededor de un 8% frente a las otras monedas y se suprimió el impuesto del 10% sobre las importaciones. El precio oficial del oro que había sido fijado en 35 dólares la onza subió a 38.

El deterioro de la balanza por cuenta corriente de Estados Unidos en 1972 junto con un brusco aumento del crecimiento monetario convencieron a los mercados de que la devaluación del dólar había sido insuficiente. En febrero de 1973 comenzó otro ataque especulativo contra el dólar y el mercado de divisas fue cerrado. El 12 de febrero de ese año se anunció una nueva devaluación del dólar en un 10%, la especulación continuó y el mercado fue cerrado nuevamente el 1º marzo de ese año. (Krugman, 1995).

Finalmente cuando se reabrió el mercado el 19 de marzo de 1973, las monedas de Japón y de los principales países europeos comenzaron a flotar con respecto al dólar. Esta flotación se veía como una solución transitoria a los movimientos de capital incontrolables. Pero dichos acuerdos que se adoptaron en marzo de 1973 resultaron permanentes y

marcaron el final de los tipos de cambio fijos y el comienzo de un turbulento período en las relaciones monetarias internacionales. Como afirma Krugman (1995), el colapso del sistema de Bretton Woods se debió, en parte, al desequilibrio macroeconómico de Estados Unidos, pero también fue debido al hecho de que la herramienta clave de la política de desviación de gasto<sup>9</sup> necesaria para el equilibrio interno y externo inspiraba ataques especulativos, que hacía que tanto el equilibrio interno como el externo fueran progresivamente más difíciles de conseguir. Los artífices del sistema de Bretton Woods habían tenido la esperanza de que su miembro más poderoso viera más allá de sus objetivos puramente nacionales y adoptaría políticas dirigidas al bienestar de la economía mundial en su conjunto. Cuando a mediados de los años sesenta, los Estados Unidos se mostraron incapaces de soportar esta responsabilidad, el sistema de tipos de cambio fijo se deshizo.

A comienzos del decenio de 1970 muchos economistas recomendaron a los países que el valor de su moneda fuera determinado libremente en el mercado de divisas, y surge lo que algunos han designado como un *no sistema*. Cada país hace lo que le conviene sin presentarse reglas únicas. Los países en desarrollo, por lo general, han ligado la evolución de su moneda nacional a la de la moneda del país desarrollado más importante en su intercambio comercial, y la mayoría de los países latinoamericanos escogieron el dólar.

Debido a las situaciones adversas que atraviesan las economías de los países industrializados, declaran a finales de 1975 la convivencia con el tipo de cambio flotante. Los directores del FMI reunidos en Jamaica en enero de 1976, reformulan el artículo del acuerdo de esta institución en la cual se regula el tipo de cambio. La reformulación autoriza implícitamente los tipos flotantes, permitiendo que cada país miembro escogiera el tipo de cambio que prefiriese. En la práctica el nuevo artículo no hace más que confirmar lo que ya existía desde hacía casi tres años.

---

<sup>9</sup> El cambio en la política fiscal que conduce a la economía al punto de equilibrio tanto interno como externo, se llama política de variación del gasto, porque altera el nivel de la demanda total de bienes y servicios de la economía. Al ajuste en el tipo de cambio que la acompaña se llama política de desviación del gasto, porque cambia la dirección de la demanda entre la producción nacional y las importaciones. (Krugman, 1995).

## **2.2 Las crisis del Petróleo en los años setenta.**

En octubre de 1973 estalló una guerra entre Israel y los países árabes, los miembros involucrados de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) impusieron un embargo a Estados Unidos y Holanda, debido al apoyo ofrecido en la guerra a Israel. Ante esta situación, los principales compradores aumentan la demanda del petróleo, temerosos de un trastorno aún mayor en el abastecimiento, impulsando el alza del valor del barril. En marzo de 1974 el precio del petróleo se había cuadruplicado respecto de su precio anterior a la guerra.

El gran incremento del precio del petróleo aumentó los precios de la energía que pagaban los consumidores, y los costos de las empresas que la usaban como así también de las que no la usaban. Como afirma Krugman, la crisis del petróleo tuvo el mismo efecto macroeconómico que un aumento simultáneo en los impuestos sobre el consumo y sobre las empresas: el consumo y la inversión se redujeron en todas partes y la economía mundial se vio impulsada hacia la recesión.

Desde 1974 a medida que el mundo entraba en recesión la inflación aumentó en la mayoría de los países, debido al aumento del precio del petróleo, el proceso inflacionista generado por la fijación de salarios, y la especulación a través de la acumulación de bienes cuyo precio se esperaba que aumentaran. Paralelamente, desde 1972, se produce un aumento de los precios agrícolas debido a una coincidencia en la caída de las ofertas. La combinación de estancamiento en la producción y alta inflación se denominó “estanflación”.

A medida que la recesión se hacía más profunda a lo largo de 1974 y principios de 1975, la mayoría de los países cambiaron su política económica hacia políticas monetarias y fiscales expansivas. Como consecuencia de estas medidas, se produjo una fuerte recuperación de la producción en la segunda mitad de 1975, en la mayoría de los países industrializados al tiempo que se producía un descenso de la inflación.

Los países de la OPEP que no podían incrementar los gastos al mismo tiempo que crecía su renta, dispusieron de un sustancial superávit en su cuenta corriente en 1975 y 1976, pero esto se vio acompañado de un déficit en los países en vías de desarrollo importadores de petróleo. Estos países financiaron sus déficit mediante préstamos de los

fondos que los países de la OPEP habían depositado en los centros financieros de los países industrializados.

Con la caída del Shah de Irán en 1979, se produce una segunda ronda de aumentos en el precio del petróleo debido a la interrupción de las exportaciones de ese país. Los precios del petróleo aumentaron aproximadamente de 13 dólares en 1978 a 32 dólares por barril en 1980. Una vez más las economías importadoras de petróleo se enfrentaron a la estanflación como la que tuvieron después de los sucesos de 1973-1974.

En 1975, los responsables de la política económica de los países industrializados, habían respondido a la primera crisis del petróleo con políticas monetarias y fiscales expansionistas; en cambio su respuesta a la segunda fue muy diferente. A partir de 1979-1980, el crecimiento monetario se restringió en la mayoría de los países industriales en un intento de contrarrestar el crecimiento de la inflación.

El año 1979 marca un cambio determinante en la conducción de las políticas económicas de los países industrializados. Por primera vez, los dirigentes de los principales países industrializados, reunidos en Tokio en ocasión de la cumbre del G5, deciden dar prioridad absoluta a la lucha contra la inflación.

La estabilidad monetaria es desde ese momento el objetivo prioritario, y la política monetaria se vuelve el principal instrumento de regulación macroeconómica, conforme a los preceptos monetaristas. También se impone una concepción liberal del papel del estado que debe desligarse de la gestión de la economía.

La lucha contra la inflación tuvo un alto precio en términos de desempleo y producción. El desempleo tomó un fuerte impulso hacia 1981, y las políticas monetarias restrictivas bloquearon una decisiva recuperación de la producción. La contracción monetaria sincronizada, tanto en los Estados Unidos como en el resto del mundo, acentuando la segunda crisis del petróleo, condujo a la economía mundial, en 1981, a una profunda recesión.

## **2.3 El endeudamiento externo**

La crisis del petróleo de la OPEP de 1973-1974, marcó el principio de una oleada de préstamos por parte de los bancos comerciales privados a países en vías de desarrollo. Los



bancos del mundo industrializado no habían tenido un papel dominante en tales préstamos, pero el enorme excedente en cuenta corriente de los países de la OPEP, que siguió al aumento de los precios del petróleo, tenía que ser reciclado para financiar el déficit por cuenta corriente del resto del mundo. Los países de la OPEP prestaron sus fondos excedentes a los bancos de los países desarrollados, y éstos a los países en vías de desarrollo.

Los exportadores de petróleo no querían asumir los riesgos de hacer préstamos directos a los países en vías de desarrollo, sino que preferían adquirir activos más seguros situados en las economías industrializadas. Al mismo tiempo los bancos de los países desarrollados se enfrentaban con tipos de interés bajos. Los países en vías de desarrollo, incluso después de la suma de una prima por endeudamiento, se enfrentaban a tipos de interés reales históricamente bajos por los préstamos extranjeros, lo cual naturalmente los animaba a endeudarse en el exterior.

Un factor que influyó de manera determinante en la predisposición de los bancos internacionales a prestar a los países menos desarrollados se encontraba en el hecho de que la mayor parte de la deuda de estos países está representada por préstamos garantizados por el sector público de dichos países, ya sea en forma de préstamos directos a gobiernos o a empresas públicas, o bien préstamos al sector privado garantizado por el sector público.

En 1979, la segunda crisis del petróleo trajo un nuevo aumento en los superávits por cuenta corriente de los principales exportadores de petróleo; al mismo tiempo, empeoraron los déficits de los otros países. Las ganancias de los productores de petróleo se reciclaron una vez más a los prestatarios en vías de desarrollo.

Pero mientras que los países industriales, como grupo, estaban mucho más cerca del equilibrio de balanza por cuenta corriente en 1981, los países en desarrollo no productores de petróleo se endeudaron fuertemente para seguir financiando sus déficits. Sin embargo en 1982, los países exportadores de petróleo también tuvieron déficit y por consiguiente no proporcionaron fondos para financiar el todavía gran déficit de los otros países en vías de desarrollo. Como consecuencia de ello, los países menos desarrollados se encontraron con crecientes dificultades para seguir endeudándose con los bancos de los países desarrollados.

La política monetaria contractiva de Estados Unidos de 1979, que ayudó a empujar a la economía mundial a la recesión de 1981, afectó también la capacidad de pago de deuda

de los países en vías de desarrollo. Los efectos adversos llegaron a través de dos canales principales, los tipos de interés estadounidenses y los tipos de cambio del dólar. La política contractiva de Estados Unidos produjo aumentos de los tipos de interés del dólar, y del valor del dólar en el mercado de divisas.

El LIBOR (London Interbank Offered Rate, el tipo de interés que los bancos comerciales de Londres se cobran entre sí para los préstamos en dólares), aumentó fuertemente en 1979. Este aumento encareció los nuevos créditos, y ya que la mayoría de los créditos de los países en vías de desarrollo estaban concertados a tasa variable, los pagos de intereses por préstamos anteriores, también aumentaron.

El efecto del tipo de interés se vio reforzado por el comportamiento del dólar. Puesto que gran parte de la deuda de los países en vías de desarrollo estaba denominada en dólares, la apreciación del dólar aumentó el valor real del servicio de la deuda.

El aumento en el endeudamiento de los países menos desarrollados, a partir de 1978, se debió tanto a la segunda crisis del petróleo, como al aumento en las cargas reales de servicio de la deuda. Cuando en 1981 la economía mundial entraba en recesión los países en vías de desarrollo se enfrentaban a una deuda externa sin precedentes.

Esta recesión tuvo efectos inmediatos sobre los países en vías de desarrollo, por un lado disminuyeron las demandas de sus exportaciones, en su mayoría productos primarios, y por otro lado esta disminución de la demanda produjo una baja en el precio de los productos exportables.

El 12 de agosto de 1982, México notificó a los organismos internacionales que no podía hacer frente a los pagos programados de su deuda externa. Esta fecha se tomó como el estallido de la llamada crisis de la deuda. Los banqueros vieron similitudes en las circunstancias económicas de los demás países latinoamericanos y temieron que si México no pagaba, ocurriría lo mismo con los demás países. Por eso para reducir su riesgo los bancos se negaron a entregar nuevos créditos o a renovar los viejos.

### **3. Contexto nacional**

#### **3.1 El modelo agro- exportador (1880-1930)**

En este período Argentina fue un protagonista importante en el orden económico mundial que descansaba en la división internacional del trabajo entre producción primaria (alimentos, materias primas y combustibles) y la producción manufacturera. Argentina se ubicó en el grupo de países especializados en la producción primaria.

El país hizo uso de las ventajas comparativas de sus tierras, principalmente las provenientes de la pampa húmeda. Paralelamente se produjeron avances tecnológicos tanto en la conservación de las carnes como en el transporte. Junto con el aumento del ahorro europeo, se posibilitó el desarrollo de la demanda de alimentos argentinos desde este continente.

Argentina tenía un alto grado de apertura externa, lo cual se reflejaba en un régimen liberal de comercio y de tratamiento a los capitales extranjeros. Estos capitales estaban fuertemente ligados a la actividad exportadora: ferrocarriles, puertos, frigoríficos, molinos, etc.

La situación social de este período se caracterizó por la marcada presencia de dos grandes sectores sociales. Por un lado, los terratenientes quienes acumulaban las riquezas provenientes del funcionamiento del modelo. Por el otro lado, los sectores populares quienes vivían en condiciones de gran precariedad. Esta bipolaridad se modificó a partir de las mejoras económicas y los cambios políticos producidos desde la segunda década del siglo XX. Aparecieron los sectores medios, los cuales tuvieron una gran importancia en la vida política del país en ese momento (Civetta, 2002).

Dados el marco internacional, la apertura comercial y el financiamiento externo, las exportaciones constituían el determinante principal del nivel de la producción, del empleo y de sus fluctuaciones. Por lo cual, cuando aumentaban las exportaciones o los precios de carnes o cereales se producía un aumento de las reservas internacionales, del crédito, del gasto interno, de la actividad económica y el empleo. Cuando las exportaciones decaían se producía la fase contractiva del ciclo, repercutiendo negativamente sobre las variables anteriormente mencionadas. Como señala Ferrer (1995), bajo este modelo los desequilibrios de la balanza de pagos fueron siempre coyunturales y nunca estructurales, ya

que en el largo plazo el capital extranjero generaba las divisas necesarias para cumplir con los intereses, utilidades y amortizaciones de las inversiones directas y de la deuda externa.

A partir de 1914 con la primera guerra mundial, comienza a descender paulatinamente la demanda de los productos que exportaban Argentina. El modelo culmina cuando la economía mundial entra en recesión con la crisis de los años 30 del siglo XX. En Argentina coincide con el derrocamiento del presidente Hipólito Irigoyen.

### **3.2 El período de sustitución de importaciones (1930-1976)**

Este período se inicia en Argentina en 1930, y se extiende hasta 1976. Se caracteriza por una fuerte intervención del estado, desarrollo de la industria hacia el mercado interno, barreras arancelarias, inestabilidad política y constitucional (se produjeron seis golpes de estado 1930, 1943, 1955, 1962, 1965, 1976). Este período se puede dividir en dos etapas, la primera llega hasta 1955, donde el impulso de la industria es llevado a cabo principalmente por el estado. La segunda etapa (1955-1976) tuvo como protagonistas de la sustitución a las empresas trasnacionales.

La industrialización por sustitución de importaciones se inicia con la crisis de los años treinta. Mundialmente se generaliza la adopción de políticas proteccionistas al comercio. Las cantidades y los precios de las exportaciones agropecuarias cayeron fuertemente, induciendo a una contracción aguda del producto y del empleo (Nochteff, 1994). Para impedir que se agravara la depresión, se comenzó a incentivar la industrialización mediante instrumentos de protección tarifaria y no tarifaria. Durante estos primeros años esta política fue impulsada por la elite terrateniente como una solución a una situación que se consideraba transitoria.

Con la llegada del peronismo en 1946 se consolida el modelo de sustitución de importaciones. Aspiazu (1986) señala que el énfasis puesto en la producción industrial destinada al mercado local estuvo ligado al intento de responder a un conjunto de necesidades de los sectores sociales que respaldaban al gobierno de Perón.

Por un lado, el crecimiento de la ocupación industrial así como el aumento del salario real, vinculados ambos a una redistribución progresiva del ingreso nacional impulsaron la demanda interna. Asimismo se incorporó a los asalariados al sistema político, a través de los sindicatos nucleados en la Confederación General Del Trabajo

(CGT). Por otro, el papel del estado como reasignador de recursos para la producción, especialmente al nacionalizar el comercio exterior y canalizar parte de los recursos obtenidos para el financiamiento del desarrollo de la industria de bienes de consumo masivo.

En un principio, el tipo de industria que se desarrolla es liviana; el proyecto industrial tenía numerosas carencias de eficiencia productiva, dado que era una estrategia para salir de la crisis de los años 30. Con la llegada de Perón, se considera consolidado el proyecto, y se otorga un gran impulso a la producción de bienes durables. Luego, el sistema debió reconvertirse, se tuvo que generar industria de base para generar los insumos de la industria liviana.

A nivel mundial, durante la década del 50 como afirma Aspiazu (1986) se consolidó el predominio norteamericano en la economía internacional, produciéndose una intensa transnacionalización de sus capitales. De esta manera las empresas transnacionales (ET) norteamericanas a través de las inversiones exteriores directas (IED) instalaron subsidiarias industriales que abastecieron a los distintos mercados internos de los países desarrollados y periféricos

A mediados de la década del cincuenta, derrocado ya el gobierno peronista, no se contaba con una producción de bienes, especialmente durables, acorde con la magnitud de su demanda. Frente a la necesidad de reconversión, se requerían mayores niveles de inversión, fue el gobierno desarrollista de Arturo Frondizi (1958-1962) quien creó las condiciones para la incorporación masiva de los capitales extranjeros. Estos capitales fueron en su mayoría norteamericanos y se destinaron a la producción industrial de nuevos bienes intermedios, de consumo durable. Se incorporaron las industrias automotriz, petrolera, textil sintética, siderúrgica, entre otras; durante este proceso se logró eficiencia productiva y avances tecnológicos.

Se inició a partir de allí, una prolongada fase de desarrollo industrial con un creciente predominio de las empresas extranjeras que remodeló la estructura económica interna. Proceso que se complementó entre 1966 y 1969 con una nueva afluencia de capitales externos destinados a la ampliación de los establecimientos ya instalados, así como a la adquisición de firmas locales.

Durante el período de sustitución de importaciones, se fue conformando en Argentina un modelo de economía semicerrado (Sourrouille, 1985). Entendiendo por tal, la coexistencia de un sector agropecuario competitivo a escala internacional junto con un sector industrial no competitivo. Este último, se encontró amparado por parte del gobierno, con medidas arancelarias y regulación del tipo de cambio, frente a los bienes importados.

En palabras de Aspiazu (1986) *“En este sistema tienen especial relevancia tres actores: el Estado, que adquiere una singular importancia como productor de bienes y servicios y como asignador de recursos entre los distintos sectores sociales; el capital extranjero industrial, que ejerce un alto poder oligopólico en los mercados industriales más dinámicos y; los grandes productores agropecuarios, que mantienen un fuerte poder sobre el sector a partir de la sensible concentración en la propiedad de la tierra que detentan.”*

En este modelo el rasgo macroeconómico principal es el crecimiento “stop and go” de la economía. El funcionamiento del modelo sustitutivo semicerrado transitó por alteraciones entre fases de crecimiento y recesión, motivadas por la contradicción entre equilibrio interno con pleno empleo y equilibrio externo.

El límite de la fase expansiva se originaba en la imposibilidad de mantener el equilibrio externo. Dado que las importaciones crecían mas rápidamente que las exportaciones el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos resultaba negativo durante la fase expansiva.

Para recomponer el superávit comercial y restablecer el nivel de divisas se producía una devaluación que devolviera la competitividad al sector agropecuario. La devaluación producía un encarecimiento tanto de los bienes de origen agropecuario como de los insumos importados, con lo cual erosionaba el poder de compra de los asalariados. La caída en la demanda de la producción industrial aumentaba el desempleo lo cual contribuía a una mayor recesión.

En la fase de recesión se originaban presiones sociales por parte de los asalariados y de la burguesía industrial para recomponer el nivel de demanda, vía aumento de precios y salarios. Manteniendo un tipo de cambio fijo y en la medida en que precios y salarios del sector industrial se fueran recomponiendo se producía una revaluación del peso que llevaría al comienzo de una nueva fase.

La revaluación real del peso producía que el sector industrial incrementara la producción al abaratarse en términos relativos los precios de los insumos importados. Paralelamente, esta revaluación reducía relativamente los precios de bienes de origen agropecuario en el mercado interno. Además dada la estrecha relación que existía entre precios y salarios, aumentaba el poder de compra de los asalariados, no solo de alimentos básicos sino también de la producción del sector industrial.

Como afirma Sourrouille (1985), los márgenes dentro de los cuales se desarrollaba el ciclo eran dos. En la expansión la relación clave era la que se daba entre demanda neta de divisas y reservas disponibles en el Banco Central. En la devaluación que interrumpía el proceso la clave era la importancia que el gobierno asignaba a la capacidad de reacción política de los trabajadores organizados frente a la caída en su salario real y en el empleo, y su posición frente a ciertas relaciones de precios relativos considerados básicos.

#### **4. El comienzo de la dictadura y sus primeros años de gobierno (marzo 1976-diciembre-1978)**

##### **4.1 El inicio de la hegemonía financiera.**

El golpe de estado de 1976 se produjo en un contexto de crisis generalizada y de la incapacidad del gobierno para controlarla. El peronismo se encontraba fragmentado; los sindicatos no tenían capacidad política, excepto para presionar por un aumento de ingresos; las fuerzas armadas, por su parte, no tenían voluntad de respetar el orden democrático.

Como afirma Canitrot (1980), *“la economía se encontraba en un estado recesivo hiperinflacionario, con un déficit público de enorme magnitud y una situación de indigencia extrema en su balanza de pagos.”* Dicha crisis económica era una manifestación de la lucha entre los distintos sectores de la economía por la distribución del ingreso.

Con esta dictadura se inició una nueva etapa en la vida de la economía argentina, comenzó el período que Ferrer (1995) llamó de “hegemonía financiera”. La política económica de la dictadura rompió con el modelo de economía semicerrado, y lo hizo rompiendo las bases mismas que sustentaban ese modelo, como afirma Canitrot (1980) a través del *“disciplinamiento social”*. El encargado de llevar a cabo las medidas desde el ministerio de economía fue José Alfredo Martínez de Hoz.

El ministro de economía, emprendió un sólido, duradero y coherente intento de reforma global de la nación, en consonancia con los criterios y expectativas de los grupos dominantes (Schvarzer, 1986). Como señala Aspiazu (1982), *“significó una alteración profunda de los patrones que, hasta allí, caracterizaron a las gestiones económicas precedentes. Trascienden el marco de lo económico a punto de convertirla en un programa de reestructuración integral de la propia organización social, configuran diferencias básicas y sustantivas respecto de las aplicadas, históricamente, en el país.”*

El autor continua afirmando que refundar estructuralmente la sociedad argentina *“....implicaba entonces, en primer lugar, agredir una estructura económico-social constituida a lo largo de varias décadas en el marco de las distintas etapas de la industrialización sustitutiva..... En segundo lugar por la propia solidez de la estructura económico-social de la Argentina y las propias contradicciones y necesidades de la economía capitalista, esta reestructuración tenía que producirse a través de una crisis y no*



*mediante una fase de expansión económica que, lograrse así la marginación de ciertos sectores sociales, la redefinición de otros y finalmente el predominio de los restantes. En tercer lugar, los cambios a producir en los pilares fundamentales de la industrialización sustitutiva y los rasgos del nuevo patrón de acumulación deberían volverse irreversibles, en tanto no se buscaba pasar de una variante de industrialización distribucionista a otra concentradora de los ingresos, sino de remover las propias bases económicas y sociales de aquel modelo.”*

La conducción militar declaró como meta final la restauración de la democracia, pero solo una vez que el proceso de saneamiento hubiera alcanzado sus fines. Por lo cual, el gobierno militar se declaraba como transitorio, pero sin límite de tiempo. Esta postergación del plan político se justificó asignándole preponderancia al plan económico.

La primacía del plan económico no resultó neutra, el grupo liberal tenía ventajas considerables. Este sector, si bien no tenía significación electoral, se fortalecía por las importantes posiciones que sus miembros detentaban en la estructura institucional, en la prensa y en las actividades productivas y financieras (Schvarzer, 1986). Dentro de este grupo se destacó el Consejo Empresario cuyo presidente fue hasta 1976 Martínez de Hoz.

La posición de Martínez de Hoz se vio fortalecida por sus vinculaciones internacionales. Dichas relaciones le permitieron el acceso a los organismos de crédito internacional. Es un claro ejemplo de esto la celeridad con que el FMI aprobó un postergado giro de 110 millones de dólares, que resolvió los problemas externos más acuciantes. (Schvarzer, 1986).

La posición del liberalismo económico, representada por Martínez de Hoz, es la idea de que el mercado, funcionando sin interferencias, es el más eficiente asignador de los recursos de una sociedad. Esto es la proyección a lo económico de una filosofía individualista que se opone a la intervención del estado en la economía. Consecuente con esto, el liberalismo económico se opuso a las políticas de empleo, de distribución de ingresos, de seguridad social, y de promoción sectorial; aplicadas en la mayor parte del mundo desde la posguerra (Canitrot, 1980).

## **4.2 La visión de Martínez de Hoz**

### El análisis del período 1945-1975

Según el ministro, la economía Argentina en el periodo 1945-1975, se caracterizó por la estatización o regulación creciente de la economía y la asunción por parte del Estado de funciones propias del sector privado. Esto produjo una falta de aliciente individual y un aumento del gasto público no correspondido con un crecimiento de los recursos estatales. El incremento del gasto público más allá de los recursos tributarios y financieros disponibles, llevó a un déficit del presupuesto nacional que fue financiado en forma creciente por emisión monetaria, lo que se transformó en la causa principal de la inflación argentina desde 1946.

Por otra parte, los principios de autarquía que se aplicaron en el país, llevaron a un esquema de economía cerrada que lo aisló de toda corriente innovadora en materia de tecnología y sistemas productivos. La consecuencia de esta característica fue el aliento al desarrollo de actividades sobreprotegidas.

Durante los treinta años analizados, la meta fue la intensificación de la industrialización para lograr la autosuficiencia mediante la sustitución de importaciones. Esto se instrumentó mediante la transferencia de recursos de un sector a otro, en este caso desde el sector agropecuario hacia el industrial. Paralelamente el Estado instrumentó diversos mecanismos para proteger el sector industrial; son ejemplos de esto, los tipos de cambio diferenciales, las prohibiciones de exportar productos requeridos como insumos para las actividades protegidas, los impuestos a la exportación y los subsidios a las nuevas actividades.

Al analizar las consecuencias de la aplicación de la política de autarquía, el ministro plantea la disminución de la participación en el comercio internacional. Esto se debió a que las actividades competitivas no crecieron ni se desarrollaron nuevas dirigidas al mercado internacional, y por otro lado, las importaciones generaron constantes problemas de balance de pagos.

Las crisis de balanza de pagos se producían debido a que las industrias requerían inevitablemente de la introducción de bienes importados, por lo cual el volumen global de las importaciones debía crecer para alcanzar una tasa de crecimiento. Paralelamente el

sector agropecuario creció a un ritmo menor al esperado “*La política debe tender pues, a lograr mayores exportaciones con el fin de poder tener más importaciones, en lugar de limitar estas últimas*” (Martínez de Hoz, 1981a).

### La Argentina en marzo de 1976

Según Martínez de Hoz a comienzos de 1976 la situación inicial en la que comenzó su gestión, se caracterizaba por tres situaciones: un virtual estado de cesación de pagos internacionales<sup>10</sup>, una aguda inflación y una profunda recesión. “*La actividad económica mostraba fuertes caídas en la productividad y en la producción, la inversión registraba tasas negativas de variación, los precios relativos de la economía estaban fuertemente distorsionados, el déficit fiscal era alarmante y el país sufría una de sus peores crisis político institucionales*” (Martínez de Hoz, 1981b).

En primer lugar el de la cesación de pagos, el ministro hace referencia a la escasa disponibilidad de reservas internacionales disponibles en el Banco Central para hacer frente por un lado a los pagos de deuda externa como a la capacidad para seguir importando. Resaltando sobre este último punto que las dos terceras partes de lo que se importaba estaba constituido por materias primas para la industria. “*La consecuencia de que las empresas hubieran dejado de importar hubiera sido la paralización total o parcialmente total de ellas, y con el cierre de las fábricas se hubiera producido la desocupación masiva y junto con ello el crack económico-social y el caos político institucional*”.

Con respecto al segundo tema el de la inflación, lo explica principalmente por la emisión monetaria utilizada para cubrir el déficit fiscal. A esto se adiciona el efecto autoacelerante de los retardos en la recaudación impositiva en una situación crecientemente inflacionaria, al disminuir el valor o el poder adquisitivo de dicha recaudación. A su vez, la existencia de expectativas inflacionarias y su sucesiva confirmación crearon, en el sector privado, un proceso de huida del peso, en el que los individuos y las empresas se desprenden de ellos lo más rápidamente posible, adquiriendo en cambio otros activos no sujetos a esa misma depreciación. El proceso de huida del dinero tiende a confirmar las

---

<sup>10</sup> La crítica situación del sector externo parece confirmar la versión de que sus vinculaciones internacionales tuvieron mucha más importancia que cualquier otra variable en la designación de Martínez de Hoz como ministro de economía. Un segundo factor en su apoyo derivó de su posición dentro del *establishment* local, para el cual éste era un excelente candidato. (Schvarzer, 1986).

expectativas que lo pusieron en marcha, pues al estimular la demanda de bienes contribuye a alimentar la propia inflación.

El tercer punto, el de la recesión lo vincula íntimamente al tema de la inflación, ya que *“la recesión argentina era provocada por la inflación, que había alcanzado niveles nunca vistos anteriormente”*. Y junto con la inflación apareció la recesión caracterizada por el descenso de las tasas de producción global de la economía, la retracción de la inversión, que tuvo como consecuencia el proceso de desabastecimiento, mercado negro, escasez y paralización del aparato productivo.

En un discurso del 2 de septiembre de 1976 haciendo un balance de las medidas tomadas en este sentido el ministro reconoce que *“para solucionar estos dos problemas íntimamente relacionados (el de la inflación y el de la recesión) tuvimos que acudir a diversos medios para quebrar la carrera entre los salarios y los precios, para cortar este verdadero nudo que estaba atando a la economía argentina. Había que cortarlo drásticamente, para hacerlo acudimos a dos remedios: actuar sobre el salario real y el control de precios existente.”* (Martínez de Hoz, 1981b).

#### El programa del 2 de abril de 1976

El ministro afirmaba que la situación económica de Argentina en marzo de 1976 *“imponía la adopción de una política de sinceramiento de la economía, a fin de eliminar las distorsiones y trabas estructurales creadas por el dirigismo estatal”* (Martínez de Hoz, 1981a). El programa económico anunciado el 2 de abril de 1976 pretendió introducir modificaciones profundas en esta materia, abandonando la política de autarquía y de economía cerrada.

Los objetivos a alcanzar en dicho programa, requerían de un período inicial de reordenamiento y reestructuración de la economía argentina. Se procuró suplantarse un sistema basado en disposiciones particulares de protección sectorial o individual, por otro régimen de reglas más generales y objetivas, con un estado más prescindente, en que pudiera desenvolverse con libertad la iniciativa individual como motor de la riqueza colectiva. Los dos pilares fundamentales del programa económico anunciado el 2 de abril fueron la función subsidiaria del Estado y la apertura de la economía.

Según el ministro de economía, el concepto moderno de la función del Estado es: la posibilidad de intervenir en forma directa cuando, requiriéndose una determinada actividad, no existe la posibilidad o interés privado de cumplirla. Al sector privado le corresponde la responsabilidad de llevar a cabo la actividad productiva, sin perjuicio de la función propia del Estado de determinar la orientación global de la economía. Por su parte, la apertura de la economía, tanto hacia el exterior como hacia el interior, promueve la competencia en el mercado externo e interno, eliminando la sobreprotección y los controles que obstaculizan el flujo del comercio, de los capitales y de la tecnología.

El 2 de abril de 1976 el ministro Martínez de Hoz expone los lineamientos de la política económica. En dicho discurso denominado *“programa de recuperación, saneamiento y expansión de la economía”* se plantea la necesidad de implementar una *“economía de producción”* donde se eliminen los vicios como la especulación y el mercado negro y se restablezca la economía sobre bases que estimulen y premien la actividad productiva.

Los objetivos generales planteados fueron tres. En primer lugar *“lograr el saneamiento monetario y financiero indispensable como base para la modernización y expansión del aparato productivo del país, en todos los sectores que garantizará un crecimiento no inflacionario de la economía”*. En segundo término, *“acelerar la tasa de crecimiento económico”* y por último *“alcanzar una razonable distribución del ingreso, preservando el nivel de salarios en la medida adecuada a la productividad de la economía”* (Martínez de Hoz, 1981b).

#### **4.3 Las principales medidas adoptadas entre abril de 1976 y diciembre de 1978**

Como afirma Canitrot (1981) la inflación fue el tema dominante de la gestión económica de Martínez de Hoz. En el siguiente apartado se describirán las diferentes políticas antiinflacionarias aplicadas en este período, así como la ley de inversiones extranjeras y la ley de administración financiera. Estas medidas y la reforma de las leyes recién enunciadas tienen íntima relación con el programa aplicado a partir de diciembre de 1978.

### Política de sinceramiento de precios, abril de 1976

Las medidas adoptadas en base a los objetivos enunciados por Martínez de Hoz el 2 de abril de 1976, se engloban dentro de lo que se llamó el periodo de “sinceramiento de precios” o de “sinceramiento de la economía” y tuvieron como objetivo reducir la espiral inflacionaria, a través de la recomposición de la estructura de precios relativos de la economía. Esto reconoce cuatro líneas de acción en torno al sinceramiento de precios: el congelamiento de los salarios nominales, eliminación del control de precios internos, una rápida devaluación de los tipos oficiales de cambio y la retención de un margen mínimo de maniobra en las reservas internacionales. *“El propósito fue eliminar las distorsiones más flagrantes en las relaciones de precios que, según el criterio de la nueva conducción económica, restaban eficiencia al funcionamiento del sistema productivo”* (Canitrot, 1981).

Schvarzer (1986), sostiene que se trató de una propuesta para que el sector agropecuario se beneficiara de los nuevos y altos precios internacionales, y acompañado de un tipo de cambio devaluado (divisa cara), se incrementaría en términos relativos el precio interno de sus productos. De esta manera se modificaba una situación que durante muchos años había beneficiado a los consumidores urbanos.

Aldo Ferrer (1979), sostiene que el criterio de eficiencia utilizado por las autoridades económicas fue la asignación de los recursos internos en el marco de la división internacional del trabajo. En este sentido la eficiencia surge de comparar la economía argentina con la estructura de precios vigente en el mercado internacional. La economía argentina sería eficiente entonces en lo que produce relativamente más barato e ineficiente en aquello que produce relativamente más caro, es decir la aplicación de la teoría de comercio internacional de David Ricardo basada en los costos comparativos.

Bajo estas consideraciones el mismo autor entiende que no se pretendió aumentar la eficiencia en términos del aumento de productividad de los factores dentro de la estructura productiva existente sino más bien lo que se buscó fue transformar esa estructura conforme al perfil de las ventajas comparativas estáticas.<sup>11</sup> Un instrumento central de esta política es

---

<sup>11</sup> La asignación de recursos a través de las ventajas comparativas estáticas surge de la dotación relativa de recursos (y sus precios relativos) determinada por nivel actual de desarrollo, dado éste las ventajas comparativas son reveladas desde afuera, desde el mercado internacional. En el caso de las ventajas comparativas dinámicas se promovería el incremento de la productividad de la estructura productiva existente y a través de la transformación de ésta en el marco de la expansión de los mercados y del cambio tecnológico, se eleva el ingreso real de todos los factores productivos en el conjunto de la economía. (Ferrer, 1979).

la unificación de los tipos de cambio efectivos a través de la rebaja de aranceles, la disminución de los subsidios a la exportación y la eliminación de los tipos de cambio diferenciales para los distintos rubros que componen el comercio exterior. (Ferrer 1979).

De acuerdo con lo planteado anteriormente y frente al gran problema de la inflación, el ministro afirmaba que *“el vicio de actuar sobre los efectos y no sobre las causas de los males, así como con el fin político de disimular los efectos de la inflación, se ha seguido la tendencia de sobrevalorar la relación de cambio del peso argentino con la divisa extranjera”* (Martínez de Hoz, 1981b). Por lo cual, se plantea la necesidad de alcanzar un tipo oficial de cambio único y libre.

Paralelamente resultaba indispensable aumentar y hacer de alguna manera eficiente el control aduanero en la frontera, eliminar el mercado negro cambiario y la tasa oficial de cambios sobrevalorada. Con dicha política cambiaria se buscó poner en marcha, nuevamente una corriente fluida de exportaciones, ya sea agropecuarias como industriales, manteniendo el propósito de ir eliminando paulatinamente los derechos de exportación a medida que podían ser reemplazados por otros recursos impositivos provenientes de la reforma del sistema tributario.

La política monetaria se vinculó a la disminución del déficit del presupuesto y a la eliminación de la emisión monetaria para cubrir el mismo. De esta manera el sector público gradualmente dejaría de ser factor de expansión monetaria<sup>12</sup>. A su vez el mantenimiento de un nivel suficiente de reservas de divisas, estimado como mínimo en un equivalente a la tercera parte del promedio anual de importación, se consideró indispensable para mantener una política como la indicada.

Con respecto a la política crediticia interna, se planteó que el volumen de crédito disponible debía ser regulado con los requerimientos del programa económico en su conjunto, procurando que el sector privado pueda contar con las disponibilidades necesarias para mantener su ritmo de actividad. A este respecto la disminución de la tasa de inflación actuaría favorablemente y tendría, influencia en la posibilidad de lograr tasas de interés positivas no demasiado elevadas. *“Para lograr los objetivos mencionados será*

---

<sup>12</sup> El financiamiento del déficit se haría principalmente a través de colocaciones de valores públicos y solo en pequeña proporción mediante el crédito vía Banco Central. (Ferrer, 1979).

*indispensable devolver al sistema bancario y financiero su flexibilidad y eficiencia, eliminando el sistema de la nacionalización de los depósitos”*<sup>13</sup> (Martínez de Hoz, 1981b).

La política de comercio exterior otorgó prioridad a la promoción de toda producción exportable, tanto en el orden de las exportaciones tradicionales como las agropecuarias, que son las que proveen el mayor volumen y tienen capacidad de expansión inmediata, con respecto a la exportación de productos no tradicionales, manufacturados y semielaborados, cuyo crecimiento es más lento. *“La política de apertura de nuevos mercados externos debe perseguirse sin limitaciones ideológicas, salvo con la reserva de que el comercio no sea utilizado como instrumento para la infiltración de ideologías políticas contrarias a nuestro sistema político institucional”* (Martínez de Hoz, 1981b).

En relación a la política de inversiones extranjeras se planteó la necesidad de derogar la ley N° 20.557 de inversiones extranjeras dictada en 1973, para reemplazarla por otra que estableciera nuevas reglas de juego, restringiendo al mínimo indispensable las áreas prohibidas a la inversión extranjera y estableciendo la irretroactividad de la legislación, permitiendo el apoyo de los capitales extranjeros<sup>14</sup>.

El ministro afirmaba que toda política de ingresos contiene dos aspectos el de los precios y el de los salarios. El régimen de control de precios vigente en 1975 sería derogado y remplazado por otro donde el precio sería libremente fijado por los empresarios. *“El estado ya no fija los precios. Le vamos a trasladar la responsabilidad a los empresarios”* y agrega *“solicitamos a los empresarios su colaboración para que no se produjeran despidos masivos, para que no hubiera desocupación a pesar del menor nivel de producción de sus fábricas.”* Así como los obreros soportarían un menor salario real, según el ministro los empresarios debían pagar más impuestos sin producir despidos masivos. (Martínez de Hoz, 1981b).

Frente a la alta inflación y su respectivo programa de contención se afirmó la imposibilidad de mantener vigente las condiciones ideales de libre contratación entre la parte obrera y la empresarial para la fijación del nivel de los salarios. Por lo cual se resolvió que el Estado establezca periódicamente el aumento de los salarios, teniendo en cuenta la

---

<sup>13</sup> En esta frase se puede notar el anticipo que hace el ministro a lo que un año después sería la Ley de Entidades Financieras con la que se reformó el sistema financiero.

<sup>14</sup> En este caso se hace explícito el anuncio del cambio de la Ley de Inversiones Extrañeras que se reformaría pocos meses después, en agosto de ese año, 1976.



elevación del costo de vida. *“Pero el verdadero incentivo para el aumento de los salarios deberá provenir de la mayor productividad global de la economía, y, en particular del de la mano de obra.”*<sup>15</sup> (Martínez de Hoz, 1981b).

Para justificar las medidas aplicadas en política salarial afirmaba: *“con respecto al salario real, teníamos por delante una alternativa bien clara: o disminuir el nivel relativo del salario real para que estuviera de acuerdo con la producción del país, para que pudiera ser soportado por ésta, o que algunos siguieran con un alto nivel de salario, mientras muchos quedaban sin nada, en la calle, desocupados. En esta opción elegimos la primera.”* (Martínez de Hoz, 1981b).

La contención de los salarios nominales que trajo aparejado un deterioro de los salarios reales, se vio complementada por una serie de disposiciones destinadas a garantizar el disciplinamiento de la clase obrera y su aceptación forzada. *“Basta citar la disolución de la CGT., la supresión de las actividades gremiales y del derecho de huelga, las reformas a la ley de contrato de trabajo, la eliminación de las convenciones colectivas de trabajo, etc.”* (Aspiazu, 1986).

#### Ley de inversiones extranjeras, agosto de 1976

Para el 1º de julio de 1976, el ministro decía, *“los frutos de estos primeros esfuerzos están a la vista, no son definitivos, pero son importantes en la quiebra de la curva inflacionaria y en el crear condiciones en que al menos se puede trabajar con alguna normalidad y en que la actividad económica puede volver a manifestarse y desarrollarse en condiciones regularmente aceptables.”* Y agrega, *“por eso tomamos esa decisión de eliminar totalmente los controles de precios y la contención del proceso de aumentos salariales, rompiendo la espiral precios y salarios, con la contención de la emisión monetaria y disminución del déficit presupuestario como base de la acción inmediata necesaria para poner en caja la inflación.”* (Discurso 01/07/76, Martínez de Hoz, 1981b).

Como afirma Aspiazu (1982) hacia mediados de 1976 se inició la segunda fase, orientada a recuperar las condiciones recesivas bajo las que se desenvolvía la economía privilegiando la inversión como factor de impulso. En agosto de 1976 se sanciona un nuevo

---

<sup>15</sup> En esta frase el ministro anuncia lo que luego en la práctica sería el congelamiento de salarios.

régimen de inversiones extranjeras (Ley 21.382) que implicó la desregulación generalizada del accionar de las empresas de capital extranjero.

Se sienta el principio de igualdad entre las inversiones extranjeras y nacionales, y se establece el derecho de los inversores de remesar utilidades y repatriar capital aún en el caso de que existan restricciones de carácter general para las transferencias al exterior. Martínez de Hoz en el discurso del 26 de julio de 1976 se refiere a dicha ley con las siguientes palabras *“La ley de inversiones extranjeras es importante en cuanto a crear un instrumento legal apto, idóneo (no digamos que atrae capitales porque ninguna ley atrae capitales, son las condiciones económicas del país las que atraen los capitales) no oponer obstáculos a los mismos sino a establecer reglas equitativas y justas para las dos partes, tanto para la nación como para el inversor.”*

#### Tregua de precios, marzo de 1977

Bajo condiciones que se juzgaban razonables en los precios relativos internos y externos, entre el agro y la industria, y entre beneficios y salarios, el gobierno dio por terminado el período de sinceramiento de la economía y se preparó para llevar adelante durante 1977 un proceso de consolidación de la situación alcanzada. La nueva etapa se apoyaba en un programa que apuntó a la reactivación de la economía, la reducción de la inflación, el fortalecimiento del balance de pagos, la reducción de restricciones en el comercio internacional y la eliminación de las restricciones sobre los pagos y transferencias por operaciones internacionales corrientes. (Sourrouille, 1985)

El programa monetario fue diseñado confiando en un aumento de las reservas internacionales y una caída en la inflación. Se esperaba que el mantenimiento de las tasas de interés a niveles realistas y la declinación de las expectativas inflacionarias producirían un aumento de los activos reales de los particulares. El gobierno suponía que el retorno a condiciones más estables debería permitir una recuperación gradual de los salarios reales y la reactivación de la economía, a la vez que se ponía énfasis una vez más en la libre determinación de precios por el funcionamiento del mercado como medio de mejorar la asignación de recursos.

En el primer trimestre de 1977 se verificó un nuevo impulso inflacionario, que obligó a recurrir a la tregua de precios, su congelamiento por un plazo de 120 días. En el

boletín oficial del 14 de marzo de 1977 Martínez de Hoz dice *“hago formal la convocatoria a los empresarios para que absorban el aumento salarial de marzo de 30% y mantengan su nivel de precios de febrero, sin trasladar en forma generalizada nuevos aumentos al precio de sus productos durante un período transitorio de 120 días”*. Se basaba en expectativas que se constituyen en sí mismas en causas de inflación (Sourrouille, 1985)

Juan Carlos de Pablo (1981) consideró que la tregua de precios decidida el 9 de marzo de 1977 y que debía durar hasta el 22 de junio del mismo año era *“una nueva etapa en la lucha contra la inflación”*. La experiencia del período 1973-1976<sup>16</sup>, precisamente había creado profundas dudas y grandes resistencias empresarias sobre la validez del mecanismo de control de precios como arma para la lucha antiinflacionaria y la oportunidad elegida no podía explicarse por ese objetivo.

El mismo autor considera que la tregua de precios se dirigía a un objetivo mucho más inmediato y concreto; se trataba simplemente de lograr una morigeración coyuntural del alza de precios en el momento en que se iba a aplicar la reforma financiera. Precisamente, la ley 21.526 (ley de reforma financiera), del 14/02/77, establecía que el nuevo sistema empezaría a regir a partir del 1º de junio de ese año. En coincidencia, Adolfo Canitrot (1980) destacó que la tregua de precios se aplicó para facilitar la implantación de la nueva política financiera.

#### La reforma financiera, junio de 1977

A mediados de 1977 se produce la reforma financiera. Como afirma Aspiazu (1982) los aspectos centrales fueron, la liberalización de las tasas de interés; la asignación del crédito por parte de las entidades financieras; la liberación de los requisitos para la expansión de las mismas (podrían participar en el capital de otras entidades); así como la instalación de nuevas entidades (de capital nacional o extranjero) y sucursales. Estas medidas ejercieron una influencia decisiva en el desenvolvimiento de la economía, en la transferencia intersectorial de ingresos, en la propia dinámica de la acumulación de capital y en las formas adoptadas por el poder económico dominante.

---

<sup>16</sup> El 8 de junio de 1973 se firmó un “Pacto Social” entre el gobierno, los sindicatos y la industria mediante el cual se establecía un compromiso que incluía el congelamiento de precios y un alza general de los sueldos, tras lo cual se suspendían las negociaciones colectivas salariales por un lapso de dos años. (Rapoport, 2000).

Como señala Jorge Schvarzer (1986) el cambio más importante de toda la etapa derivaba del aliento a un sistema financiero-especulativo cuya impetuosa acción, a comienzos de 1976, había derribado las últimas barreras defensivas del gobierno peronista<sup>17</sup>.

En junio de 1977, ese desplazamiento del poder económico, quedaba sancionado y se estructuraba orgánicamente. El nuevo mercado financiero, a partir de entonces, se iría convirtiendo en la valla más importante contra cualquier intento de retroceder en el camino emprendido. Asimismo como afirma este autor *“la importancia estratégica que asignaba el equipo económico a la reforma surge casi directamente de la observación de los costos aceptados para ponerla en marcha.”*<sup>18</sup> (Schvarzer, 1986).

#### La Reforma financiera según el diagnóstico oficial

Martínez de Hoz (1981a) sostenía que la intervención y regulación del sistema financiero por parte del Estado había llevado a que durante décadas las tasas de interés de los bancos se ubicaran por debajo de la tasa de inflación, *“en esas condiciones de subsidio el crédito bancario siempre resultó escaso, y su asignación fue objeto de todo tipo de discrecionalidad”*. En este esquema el rol de las instituciones financieras resultaba irrelevante, los bancos actuaban prácticamente sin riesgo ya que los créditos subsidiados con tasas menores a la inflación difícilmente resultaban incobrables.

El nuevo régimen financiero instituido por la ley N° 21.526, vigente desde junio de 1977, apuntó a conformar un sistema apto, solvente y competitivo que redujera el costo de provisión de servicios financieros a la comunidad y contribuyera a la movilización y asignación de recursos para el funcionamiento y desarrollo de la economía. Como medio para lograr esto se eliminó la política de centralización de los depósitos bancarios y de regulación de las tasas de interés.

Para alcanzar estos objetivos eran necesarios los siguientes pasos:

---

<sup>17</sup> En el período 1945-1975, las tasas de interés reguladas por el Estado en forma casi permanente se ubicaron por debajo de la tasa de inflación. Con la nueva Ley y apuntando a una tasa de interés real que fuera positiva esta situación se modificaba radicalmente.

<sup>18</sup> Empezar la transformación del mercado financiero en medio de la acelerada inflación que todavía atravesaba el país (y que no se redujo sustancialmente por el control de precios) implicaba relegar la lucha antiinflacionaria a un segundo plano, generar nuevas e intensas transferencias de ingresos entre sectores y aceptar el inicio de un nuevo ciclo recesivo apenas superado el anterior. (Schvarzer, 1986).

- a) Permitir a las instituciones financieras desempeñar plenamente su papel de intermediarios.
- b) Dar al sistema el marco legal necesario para asegurar una creciente competencia y eficiencia.
- c) Exigir a las instituciones financieras un adecuado grado de solvencia y responsabilidad.

Las leyes N° 21.495 sobre descentralización de los depósitos y N° 21.526 de instituciones financieras, dieron la base legal para el nuevo sistema financiero argentino. La primera autorizó al Banco Central a devolver a las entidades financieras los depósitos recibidos por cuenta de aquella institución. La Ley N° 21.526 tuvo por objeto asegurar el desarrollo de un sistema financiero solvente y eficiente. Entre sus principales disposiciones se encuentran las siguientes: el Banco Central tiene facultades exclusivas de supervisar y manejar la política monetaria y crediticia; se introduce la competencia para promover un sistema financiero armónico y eficiente; los bancos comerciales tienen el derecho exclusivo para actuar como intermediarios monetarios y son los únicos autorizados a recibir depósitos vista; se introducen requerimientos mínimos de reserva y se faculta al Banco Central a ajustarlos de acuerdo a las necesidades de la política monetaria; la garantía del Banco Central sobre depósitos en moneda nacional se ha extendido para cubrir los depósitos en todas las instituciones autorizadas.

#### Política monetaria activa, cuarto trimestre de 1977 y primero de 1978

Hasta junio de 1977 la economía pasaba por una situación de auge, las empresas trabajaban a plena capacidad y lograban altos beneficios gracias a la política de represión de los salarios. Sin embargo el gobierno decidió dar prioridad a la lucha contra la inflación, que si bien se había moderado durante el período de la “tregua de precios”, terminada ésta la inflación recuperó su ritmo. Tomó medidas dirigidas a cortar el proceso de auge económico aplicando una política monetaria activa, como instrumento de contracción general de la demanda. (Canitrot, 1981)<sup>19</sup>.

---

<sup>19</sup> Ver Anexo, Cuadro 2 y Gráfico 3.

La política contractiva de la oferta monetaria se aplicó con intensidad ascendente durante el III y IV trimestre de 1977, culminó en el primer trimestre de 1978 y fue moderándose hasta ser abandonada a fines de 1978. Sus principales efectos fueron recesivos, particularmente en el III trimestre de 1977 y en el primero de 1978. A partir del II trimestre de 1978 el ciclo reingresó en una etapa expansiva. Los efectos sobre el ritmo inflacionario fueron mínimos.<sup>20</sup>

Como señala Canitrot (1981) de esta experiencia las autoridades sacaron la conclusión de que la política monetaria activa era un instrumento inadecuado para combatir la inflación en un contexto de cuenta de capital abierta. Una política moderada resultaba inefectiva y una política fuerte, inviable; el alza de la tasas de interés producía en el corto plazo la regeneración de la oferta monetaria por el ingreso de capital del exterior. Se carecía, pues de autonomía monetaria para ejercer una política de contracción efectiva. Este argumento proveyó la justificación para la nueva política antiinflacionaria a aplicarse a partir de diciembre de 1978.

Según Canitrot (1981) la política monetaria contractiva se aplicó incompleta sin tocar el gasto público y se la abandonó demasiado pronto. En esta actitud indecisa privó, la conciencia de la necesidad de alterar profundamente si se quería un efectivo control monetario, la estructura del mercado libre de capitales nacida de la reforma financiera: o se reinstalaba el control estatal, lo cual era contrario a la filosofía de la conducción económica, o se procuraba la concentración del sistema financiero en pocos y grandes bancos, lo cual requería un proceso de concentración de más largo plazo. El gobierno soslayó, sin embargo, la cuestión al adoptar la nueva política antiinflacionaria basada en el enfoque monetario de la balanza de pagos, una de cuyas virtudes era la compatibilidad con el movimiento irrestricto de capitales.

Además de que la política monetaria activa no sea compatible con el movimiento de capitales, el tema esencial es el desempleo. No cabe duda sobre la efectividad de la política de contracción monetaria para producir, elevando la tasa de interés, una caída en el nivel de actividad y empleo. La viabilidad de esta política tiene que ver con sus consecuencias en términos de la magnitud y extensión del desempleo que producen, *“el abandono de política monetaria contractiva iniciada en la segunda parte de 1977, resultó, no de la imposibilidad*

---

<sup>20</sup> Ver Anexo, Cuadro 2 y Gráfico 3.

*de controlar la oferta monetaria en presencia de un mercado de capitales abierto al exterior, sino de la negativa del gobierno de afrontar las consecuencias sociales y estructurales de dicha política” (Canitrot, 1981).*

La política contractiva no puede ser considerada solamente una política de corto plazo. Requiere más bien pensar en términos de períodos recesivos destinados a extenderse por un cierto número de años. Tiene, además consecuencias estructurales. Una recesión importante, por un largo período, afecta la estructura misma de los sectores productivos. El hecho de no convalidar un nivel de desempleo por un período prolongado de tiempo fue lo que llevó al gobierno al abandono de la política monetaria activa apenas seis meses después de puesta en práctica.

#### Desindexar la economía, Mayo de 1978

En mayo de 1978, habiéndose cumplido dos años de gobierno, se introducen medidas de ajuste del programa económico. Estas medidas implicaban una serie de modificaciones en la forma de ejecución del programa, caracterizada hasta entonces por el énfasis en la transformación a mediano plazo (Martínez de Hoz, 1981b).

El ministro diagnosticaba ahora que la tasa de inflación estaba en gran medida influida por las tendencias registradas en el pasado reciente en la expansión monetaria. La política monetaria, decía, actúa sobre el nivel de precios a través de la expansión monetaria en forma tendencial y con demora y en las razones de tal expansión debe encontrarse la raíz del problema inflacionario. Como señala Sourrouille (1985), bajo estos supuestos y poniendo particular énfasis en la relación entre tendencia y la formación de expectativas, las que a su vez se traducen en un componente activo en el proceso de formación de precios, se diseñó una nueva estrategia de corto plazo.

Se basaba en los siguientes puntos:

1. Una reducción en el sistema de reajuste de tarifas de las empresas públicas (que hasta entonces y en particular en el presupuesto fiscal para el año se habían atado al índice de precios).

2. La liberación de las cotizaciones en el mercado cambiario; *“se ha resuelto que los tipos de cambio sean básicamente determinados por la oferta y la demanda, el Banco Central sólo intervendrá para evitar fluctuaciones bruscas; no vamos, al*

*igual que con las tarifas, a convalidar el nivel del índice de crecimiento de los precios internos al ciento por ciento” (Martínez de Hoz, 1981b).*

3. Se estableció un sistema de depósito obligatorio en pesos para equilibrar la relación entre el costo interno y externo del dinero. Se suponía que tales disposiciones permitirían reducir el ritmo de crecimiento del componente externo de la base monetaria. Podría reducirse el efectivo mínimo, aumentar la tasa de expansión del crédito interno y bajar el fuerte diferencial entre tasas activas y pasivas que superaba entonces el 2% mensual.

4. En el sector financiero la única medida novedosa apuntando también a la desindexación, fue la aparición de operaciones con tasas de interés flotante, que se agregaban a las vigentes a tasa nominal fija y al sistema de indexación del capital con tasa fija.

5. Por último, se anunciaba el inicio de reuniones tendientes a modificar el arancel de importaciones, sin perjuicio de comenzar a utilizar su reajuste cada vez que, teniendo en cuenta todas las circunstancias atendibles, se produzcan elevaciones de precios no justificadas que perturben el proceso económico en curso.

Estas medidas decía el ministro, *“si bien contribuyen a rectificar algunos rubros en el corto plazo, tienen un claro sentido de orientación al mediano y largo plazo, dado que no forma parte de nuestra política favorecer condiciones recesivas como instrumento para reducir la inflación. Queremos reafirmar, sobre todo, nuestro propósito de incentivar la inversión productiva, que ha declinado fuertemente, es nuestro objetivo volver a poner en marcha la inversión en el país como factor fundamental de la reactivación económica que debe producirse rápidamente” (Martínez de Hoz, 1981b).*



## 5. El plan del 20 de diciembre, la nueva estrategia inflacionaria

### 5.1 Presentación del programa

El 20 de diciembre de 1978, habiéndose cumplido 33 meses de gobierno, el ministro destacó como resultado positivo haber respetado la continuidad de la ejecución del programa como base para la obtención del éxito. A su vez subrayó la superación de los tres principales problemas que para él existían al momento de hacerse cargo del gobierno: la hiperinflación, la paralización de la actividad productiva (recesión), y la cesación de pagos externos.

*“La crisis está superada pero la obra no está terminada”* decía el ministro, es decir todavía no se había logrado el objetivo de largo plazo que en esencia era *“transformar las bases mismas de la economía argentina”* (Martínez de Hoz, 1981b). El ministro insistió en que no era posible salir rápidamente de una situación de hiperinflación como la que vivía la economía argentina en 1976 y para esto debía actuarse sobre las causas básicas de la inflación y no sobre sus efectos.

Decía Martínez de Hoz como conclusión de este discurso: *“entramos ahora en una etapa decisiva en la aplicación del programa económico. El Estado no rehúye su responsabilidad en el proceso inflacionario que vive el país. Por el contrario, lo asume plenamente. A lograr esto tienden todas estas medidas. Creemos que con ellas estamos dando un marco de referencia al sector privado, cierta orientación y seguridad con respecto a la evolución de algunos factores económicos y financieros, cuya ausencia en el pasado ha llevado a que exista una tendencia por parte del sector privado de sobreprotegerse y de reciclar la inflación a un nivel de expectativas desmesuradas”*. Y concluía, *“todos y cada uno de los argentinos en su actuación individual y colectiva deben asegurar la transformación de la economía sobre bases no inflacionarias”*.

El ministro propuso medidas de profundización y ajuste del programa económico para promover la actividad productiva y reducir la tasa inflacionaria, a implementar durante el año 1979<sup>21</sup>. Los cuatro ejes sobre los que se basaron las medidas fueron: primero, la

---

<sup>21</sup> Ver Anexo, Cuadro 7.

reducción del déficit del presupuesto y del gasto público; segundo, la reforma arancelaria; tercero, el sector laboral; y cuarto, la reducción de la tasa inflacionaria.

#### Reducción del déficit del presupuesto y del gasto público

Martínez de Hoz señaló como resultado de su gestión hasta ese momento el haber reducido el déficit del presupuesto de un 13.5 por ciento en relación al producto bruto interno en marzo de 1976, a un 2 por ciento a fines de 1978. Para lograr esto señaló que se actuó sobre *“las dos hojas de la tijera, o sea la reducción del gasto público y el incremento de los recursos impositivos”*.

En cuanto a la reducción del gasto público como se anunciara en el discurso del 2 de abril de 1976 se actuó sobre cuatro puntos. El primero, la racionalización de la administración pública, para lo cual desde 1976 se redujo el número de agentes en aproximadamente un 15 por ciento. Con respecto al segundo punto, la eliminación del déficit de las empresas estatales, se transformaron algunas empresas estatales en sociedades de capital, y las empresas que habían sido intervenidas o eran administradas por el Estado en su mayoría habían sido privatizadas. En cuanto al tercer punto, la reducción del aporte del Tesoro Nacional a las provincias, *“se ha realizado un adelanto sustancial a través de la reconstitución de las finanzas provinciales, de haberles devuelto su capacidad impositiva y financiera”* y agrega, *“esto no solo ha permitido reducir los aportes del Tesoro Nacional, sino también la transferencia de servicios importantes, como escolares y hospitalarios a las provincias”*.

El cuarto y último punto para la reducción del gasto público consistía en el encuadramiento del programa de inversión pública dentro de los límites posibles dados por la recaudación impositiva y por los recursos financieros. Para este punto Martínez de Hoz señaló que la inversión pública en los diez años anteriores a 1976 había oscilado entre el 7 y el 8 por ciento con relación al producto bruto interno y que en el año 1976 ese porcentaje había aumentado abruptamente al 18 por ciento. A partir de marzo de 1976 ese porcentaje se redujo a un 11.5 por ciento. Y propuso como meta a partir de 1979 rebajar el nivel de inversión pública a un 9.5 por ciento en relación al producto bruto interno en un lapso de tres años o sea entre los años 1979 y 1981. En relación a esto explicaba *“nuestro propósito*

*no es disminuir la inversión en el país, pero quisiéramos cambiar la proporción, y que haya una mayor inversión privada y una menor inversión pública”.*

Con respecto a la otra “*hoja de la tijera para cerrar el déficit público, o sea el incremento de los ingresos públicos*”, el ministro destacó haber logrado en dos años y medio casi duplicar, en términos reales, el nivel de la recaudación tributaria. Y con respecto a utilizar el instrumento impositivo como orientador de la actividad económica, subrayó la eliminación casi total de los derechos de exportación por razones de política económica para estimular la producción y exportación. Se preguntaba “*hoy día con el presente nivel tan bajo de los precios internacionales ¿dónde estarían los ingresos del sector agropecuario si todavía estuvieran gravados muchos de ellos con un derecho de exportación del 50 por ciento*”.

Siguiendo con el tema de los ingresos públicos hizo un repaso de las reformas impositivas realizadas. En 1976 se reformó el impuesto a las ganancias; en ese mismo año se implantaron tres nuevos impuestos: los que gravan el capital, el patrimonio y los beneficios eventuales; se reformó la Ley de impuestos internos, transformándola de un impuesto fijo en un impuesto ad valorem; en 1977 se dictó el régimen de regularización impositiva y un nuevo sistema de promoción fiscal para la actividad forestal; y en 1978 se modificó la Ley de procedimientos tributarios y se implantó el ajuste impositivo de balances por inflación.

Con respecto a las reformas impositivas proyectadas propuso: el ensanchamiento de la base impositiva del IVA (Impuesto al Valor Agregado), sustituyéndolo por más de 30 impuestos y contribuciones menores; la unificación e ingreso al Tesoro de una serie de impuestos y contribuciones que gravaban a la exportación y su incorporación al Presupuesto Nacional; y promover la ampliación de las fronteras agropecuarias, desgravando las inversiones realizadas con el propósito de explotar tierras improductivas o de baja productividad, en este sentido también se prorrogó la desgravación que beneficiaba a las inversiones de capital.

#### La reforma arancelaria

Con respecto a la reforma arancelaria, se dividían los bienes en seis categorías, las cinco primeras para distintos tipos de bienes nacionales, y la sexta para bienes no

producidos en el país. Para cada grupo y subgrupo de bienes se establecía un nivel máximo arancelario que iría descendiendo a lo largo de cinco años, o sea en el período 1979-1984.

En segundo lugar, se presentaría un proyecto de ley para derogar los distintos gravámenes y algunas tasas de tipo general que gravaban las importaciones. En tercer lugar, se estimularía la importación de bienes de capital, maquinarias y equipos, eliminando el 10% del gravamen que existía para la importación de este tipo de bienes. En cuarto lugar se implementaría la flexibilización de licencias del sistema de importación, para sumarse a la eliminación de los sistemas de aranceles. Por último, se modificaría el régimen de admisión temporaria que contribuiría a aumentar la producción exportable, al poder importar sin recargos insumos y materias primas.

### El sector laboral

En este tema Martínez de Hoz se refirió a dos aspectos: los impuestos al trabajo y la política salarial. Con respecto al primero, consideró que una de las grandes distorsiones era el sobre dimensionamiento de los costos laborales a través de la existencia de impuestos al trabajo destinados a financiar diversas prestaciones sociales. Lo que propuso fue prestar esos mismos servicios a un costo menor con mayor eficiencia y *“sin afectar las prestaciones sociales que percibe el trabajador, contribuir a mejorar el salario que efectivamente percibe disminuyendo la carga que grava ese salario”*.

Con respecto a la política salarial vale la pena la transcripción textual del discurso aunque resulte extensa, *“nuestro propósito es que el salario mínimo vital y los salarios básicos de convenio sean incrementados en un período que en primer término se establece en los ocho primeros meses de 1979, en el que serán incrementados mensualmente en un 4 por ciento, sin perjuicio de los ajustes periódicos que por planillas y/o flexibilidad salarial se realicen para completar el ajuste que debe realizarse. Repito, este aumento del 4 por ciento se refiere únicamente al salario mínimo vital y a los salarios básicos de convenio. O sea que no puede invocarse ni para reclamar ni para justificar incrementos de salarios pagos por encima de ese salario mínimo vital, debiendo los empleadores absorber los aumentos acordados con anterioridad hasta la concurrencia de las nuevas escalas que resulten. Esto es importante porque no queremos que actúe en forma perjudicial para la*

*capacidad adquisitiva del salario del trabajador promoviendo nuevos impulsos inflacionarios”.*

Consideraba además que el instrumento del margen de flexibilidad resultaba útil en un doble sentido por un lado eliminando la práctica de los aumentos masivos de salarios, los que consideraba inconvenientes por contribuir a la inflación y a la pérdida de capacidad adquisitiva del salario al ser transferidos a los precios. Por otro lado a través de la evolución del margen de flexibilidad se iría progresando en la liberación total de los niveles retributivos cuando la inflación descendiera a niveles más normales.

#### Reducción de la tasa inflacionaria

En cuanto a la reducción de la tasa inflacionaria, el ministro propuso adoptar una serie de medidas que tuvieran un efecto directo sobre la posibilidad de reducir la tasa de inflación y contribuir a la disminución del efecto de diversos factores que incidían en los costos de producción. A través de medidas cambiarias y monetarias se buscaría una profundización de la liberación y apertura del mercado de capitales que contribuyera al proceso de inversión e incremento de la producción y actuara sobre la disminución de la inflación a través de la reducción de costos. Estas medidas las consideraba posibles gracias al control que entendía se había obtenido en los mercados monetario y cambiario, y al elevado nivel de reservas internacionales<sup>22</sup>.

Por medio de circulares y reglamentaciones del Banco Central se concretarían medidas con el objetivo de:

1. Acentuar el proceso de apertura del sector externo, mediante la liberalización significativa de los movimientos de capital y préstamos al sector privado.
2. Ampliar la operatoria del mercado a término de divisas.
3. Establecer pautas de conducta futura para el tipo de cambio y el programa monetario. Con respecto al tipo de cambio, durante los primeros ocho meses de 1979, los tipos de cambio para transferencias al contado se incrementarían en porcentajes que implicarían tasas de devaluación mensual declinantes y la

---

<sup>22</sup> Según los datos del Ministerio de Economía, el monto de reservas internacionales en millones de dólares en 1979 era 10.479, en 1976 el monto de reservas era de 1.813 millones de dólares.

intervención del Banco Central en el mercado aseguraría que esas pautas se cumplieran.

Con respecto al programa monetario, el Banco Central anunciaría pautas de su conducta monetaria para los dos primeros trimestres de 1979, al término de éstos se informaría sobre su cumplimiento y se anunciarían nuevas pautas para los trimestres posteriores. Con estas medidas el ministro esperaba agilizar las operaciones financieras y disminuir sensiblemente los costos que de ellas se derivaban, contribuyendo así a la reducción de la tasa inflacionaria.

Conjuntamente con las medidas cambiarias y monetarias se establecía un programa tarifario mediante el cual, las tarifas de los servicios públicos y precios del Estado se ajustarían en forma decreciente. Inicialmente este cronograma se anunciaría para los primeros ocho meses de 1979.

## **5.2 El análisis de Carlos Rodríguez sobre el programa del 20 de diciembre**

Rodríguez (1979b), en su trabajo “El plan argentino de estabilización del 20 de diciembre”, resume los elementos conceptuales del funcionamiento del plan y señala que constituye un novedoso intento de neto corte gradualista, para reducir y eventualmente eliminar el alto ritmo inflacionario. Básicamente el plan consistía en una serie de pautas sobre el comportamiento en el tiempo de una suma de variables (tipo de cambio, expansión del crédito bancario de origen interno, tarifas de servicios públicos y salarios mínimos de convenios) que, en mayor o menor grado, estarían bajo el control del sector público.

El plan se fundamentaba dentro de un sistema de tipo de cambio fijo con la variante de que el precio que las autoridades monetarias mantendrían se ajustaría en el tiempo de acuerdo a una regla conocida por todos los participantes del mercado. Al controlar el tipo de cambio, el Banco Central pierde el control sobre el nivel de sus propios activos y por lo tanto ya no puede controlar la base monetaria.

Si el Banco Central tratara de hacer caer las tasas internas de interés a través de una expansión de sus activos internos (una compra de Títulos Públicos, por ejemplo) dicha operación generaría presiones en el mercado de capitales al generarse una diferencia entre la tasa de interés interna y externa. Esta diferencia se elimina a medida que la salida de

capitales devuelve la liquidez original. La salida de capitales significa una disminución de reservas del Banco Central, el cual se encuentra ahora con un aumento en sus activos internos y una disminución equivalente en el nivel de reservas, por lo tanto el total de sus activos (y la base monetaria) permanecen inalterados.

De la afirmación anterior Rodríguez (1979b) concluye que la pauta sobre la tasa de expansión del crédito bancario de origen interno es una pauta irrelevante, en cuanto cualquiera sea el valor que ésta tome, la base monetaria o las tasas de interés no serían afectadas por la misma. El único efecto de la pauta sobre el crédito de origen interno es el de determinar cuánto del total del crédito del sistema bancario estará basado en crédito de origen interno y cuánto de origen externo. Para que el proceso anterior, aún en el corto plazo funcione, es necesario que la economía esté abierta sin restricciones al mercado internacional de capitales.

Un efecto adicional e importante de la pauta cambiaria es el de limitar la tasa de aumento en los precios de los productos comerciados internacionalmente, a un nivel igual a la suma de la tasa de devaluación y la tasa de inflación en el precio internacional de dichos productos. Asimismo, la pauta sobre precios de los servicios públicos en efecto incorporaba dichos productos al conjunto de precios regidos por la pauta cambiaria (pues su tasa de incremento era similar a la tasa de devaluación).

La pauta salarial también la considera irrelevante. Esto es así porque la pauta de aumento de salarios establece una tasa mínima de aumento, y no máxima. Si la inflación converge al equilibrio desde un nivel superior, los salarios podrían aumentarse, dadas las pautas, para que los salarios reales no disminuyeran. Por otro lado si la inflación cayera por debajo de su nivel de equilibrio existiría cierta flexibilidad a la baja de los salarios, dado que el autor entiende que existía una creencia generalizada de que gran parte de la economía se encontraba pagando salarios por encima de los acordados en las planillas.

En resumen, según este autor, la única pauta relevante del plan es la pauta cambiaria. Dicha pauta tiene dos efectos que son fundamentales para el comportamiento dinámico de la economía.

- 1) la tasa de devaluación más la tasa de inflación internacional en los productos comerciados por Argentina determina la tasa de inflación en los precios domésticos

de dichos productos. Asimismo la pauta sobre las tarifas públicas determina la tasa de incremento en los precios de los servicios públicos.

- 2) La tasa de devaluación más la tasa externa de interés más la prima de riesgo determinan el nivel de la tasa interna nominal de interés, la cual es independiente de la política crediticia del Banco Central. La única manera de que las autoridades monetarias puedan llegar a afectar la tasa interna de interés es mediante políticas que aumenten la prima de riesgo a través de la generación de incertidumbre o a través de medidas que restringieran la movilidad de capitales (eliminación de las facilidades de prefinanciamiento, reimplantación del impuesto utilizado durante 1978 o disminución del plazo de duración de la tabla del dólar) lo cual aumenta la prima de riesgo.



## 6. Evolución del plan

El 2 de abril de 1976, Martínez de Hoz decía “*la Argentina no es un país subdesarrollado, basta repasar las estadísticas más básicas*” (Martínez de Hoz, 1981b). Martínez de Hoz habla de ingreso por habitante, y la participación de la industria manufacturera en el total del producto bruto interno. Si se analizan otras cifras y se contrastan con la situación de la que habla el ministro pueden encontrarse diferencias significativas. Se realizará entonces una descripción de la evolución de las principales variables económicas relacionadas con los objetivos que se pretendía alcanzar con la implementación del programa anunciado el 20 de diciembre de 1978.

Las variables analizadas son la tasa de inflación, la tasa de interés y el tipo de cambio; además se describe la evolución del Producto Bruto Interno, la balanza comercial, la deuda externa y las reservas internacionales.

La primera variable analizada es la inflación, ya que fue ésta la meta principal que se pretendía controlar con la implementación del programa.

Cuadro 1

Tasas de inflación interna y externa, 1979-1980							
Años	Trimestres	Índice de precios al consumidor IPC (1)	Índice de precios mayoristas IPM (2)	Tasa de devaluación é (3)	Inflación internacional $\pi^*$ (4)	Diferencias	
						$\Delta 1$ (1-3-4)	$\Delta 2$ (2-3-4)
1979	I	32,1	27,3	15,4	1,9	12,2	8,5
	II	24,3	26	13,8	2	7,1	8,5
	III	28,1	31,8	11,7	2,3	12,2	15,4
	IV	18,4	12,6	10,1	2,5	4,9	-0,3
1980	I	18,5	11,6	8,3	2,9	6,3	0,2
	II	18,6	14,5	6,2	3	8,4	4,7
	III	14,7	12,9	4,2	2,8	7,1	5,4
	IV	16,9	9,1	1,2	2,7	12,4	4,9

Fuente: Canitrot, 1981.

Cuadro 2

Tasas de inflación valores anuales 1970-1975 y trimestrales 1976-1981							
Años	Trimestre	Índice de precios al consumidor IPC	Índice de precios mayoristas IPM	Años	Trimestre	Índice de precios al consumidor IPC	Índice de precios mayoristas IPM
1970		13,6	14	1978	I	31,2	23,9
1971		34,7	39,5		II	29,9	26,5
1972		58,5	77		III	22,7	20,3
1973		60,3	50,1		IV	27,8	27,2
1974		24,2	20	1979	I	32,1	27,3
1975		182,7	192,5		II	24,3	26
1976	I	59,9	85,7		III	28,1	31,8
	II	87,5	84,4		IV	18,4	12,6
	III	18,2	20,5	1980	I	18,5	11,6
	IV	30,1	20,9		II	18,6	14,5
1977	I	30,7	28,5		III	14,7	12,9
	II	22,1	18,1		IV	16,9	9,1
	III	27,2	24,9	1981	I	15,9	12,6
	IV	33,2	31,8				

Fuente: Canitrot, 1981.

El primer cuadro muestra la evolución de la diferencia entre la tasa de inflación interna y externa en los años 1979 y 1980. Se calcula esta diferencia con respecto al IPC (Índice de precios al consumidor) y con respecto al IPM (Índice de precios mayorista). Como indicador de la inflación externa Canitrot utiliza un índice ponderado de los índices de costo de vida de los países industrializados (serie FMI).

Se observa que durante los tres primeros trimestres de 1979 la inflación mantuvo su ritmo de crecimiento, y no acompañó el descenso de la tasa de devaluación. Teniendo en cuenta que la tasa de inflación externa se mantiene prácticamente constante en los años 1979 y 1980, a partir del cuarto trimestre de 1979 (cuando la tasa de inflación desciende considerablemente) es cuando la convergencia entre tasas parece alcanzarse, sobre todo si se la considera teniendo en cuenta la diferencia con respecto al IPM.

En el año 1980, la inflación, si bien a un nivel más bajo que el año anterior, se mantiene y no acompaña el descenso de la tasa de devaluación que sigue descendiendo de acuerdo al plan de pautas. Por lo tanto la diferencia entre las tasas de inflación interna y externa comienza a ser positiva, y esta diferencia se acentúa a lo largo de todo el año dado

que la tasa de devaluación descende a un ritmo cada vez mayor. Esta diferencia es mayor si se la considera teniendo en cuenta el IPC.

Las explicaciones con respecto a la no convergencia entre tasas, deberían responder por lo tanto, a los motivos por los cuales la tasa de inflación interna descende en el cuarto trimestre de 1979 y por qué no logra descender a partir de ese momento.

El segundo cuadro muestra los incrementos trimestrales de los precios de bienes y servicios dentro del IPC, como aproximación de las categorías de bienes comerciables y no comerciables. Canitrot supone que los datos de servicios son una buena aproximación a la evolución de los bienes no comerciables, y los de bienes a los comerciables.

La conclusión que se obtiene de los cuadros anteriores es que la convergencia de precios esperada según la teoría no se materializó en la realidad. *“No se evidenció tendencia a la aproximación de las tasas de interés interna y externa ni tampoco a la igualdad entre las tasas de crecimiento de los precios de los bienes comerciables y no comerciables. La tasa de inflación interna se mantuvo consistentemente por encima de la tasa de inflación internacional y los precios de los bienes no comerciables se distanciaron progresivamente de los precios de los bienes comerciables”* (Canitrot, 1981).

En este sentido de acuerdo a los datos presentados por Canitrot, se puede concluir que la variable principal, que en teoría para el gobierno justificaba la implementación del programa, no alcanzó los niveles esperados.

Cuadro 3

<b>Demanda Global (índices a precios constantes de 1970; 1975=100)</b>					
<b>Años</b>	<b>PBI</b>	<b>Consumo</b>	<b>Inversión</b>	<b>Exportaciones</b>	<b>Importaciones</b>
1973	94.8	91.3	95.5	112.5	82.0
1974	100.9	99.9	99.9	112.7	95.2
1975	100	100.0	100.0	100.0	100.0
1976	99.8	93.0	108.2	131.6	74.9
1977	105.8	94.6	129.6	166.5	96.2
1978	101.7	91.6	116.2	179.3	87.4
1979	109.5	101.7	126.5	175.1	128.0
1980	109.8	106.4	135.8	165.4	169.4

<b>Composición</b>					
1974	100.0	81.3	19.4	8.0	8.7
1977	100.0	73.5	23.6	11.3	8.4
1980	100.0	79.6	23.8	10.8	14.2

Fuente: Canitrot, 1981.

Si analizamos los datos presentados por Canitrot en cuanto a la Demanda global, éstas fluctuaron de acuerdo a la orientación de la política antiinflacionaria. El PBI para el período 1976-1981 muestra dos ciclos de expansión y recesión. A partir del inicio del gobierno en 1976 hubo una recesión por el efecto sobre la demanda global ante la reducción de salarios reales (las medidas iniciales para controlar la inflación, de sinceramiento de precios o sinceramiento de la economía, se basaron fundamentalmente en la reducción de los salarios reales). Como señala Canitrot el efecto sobre la Demanda global se observa particularmente en las cifras de consumo y de importaciones.

Desde mediados de 1976 hasta el tercer trimestre de 1977 se produjo una recuperación de la actividad económica dada por la expansión de la inversión y las exportaciones, ante el bajo nivel relativo de los salarios reales. En este período la política antiinflacionaria fue la tregua de precios por un lapso de 120 días.

Entre el cuarto trimestre de 1977 y el primero se llevó a cabo la política de contracción monetaria que llevó a una recesión cuyo mínimo ocurrió en el segundo trimestre de 1978. A partir de mayo de 1978 se inició un proceso de revaluación del signo monetario, entre mayo y diciembre de 1978 con la política de indexación de precios, y a

partir de diciembre de 1978 con la política de tipo de cambio pautado. *“Las cifras revelan la progresiva recuperación del consumo, paralela a la de los salarios, y la expansión general de la actividad productiva. Las exportaciones tendieron a descender y las importaciones tuvieron un notable auge”*. (Canitrot, 1981). Las variaciones en las exportaciones y las importaciones se corresponden con el retraso en el tipo de cambio y la política de apertura iniciada a partir de diciembre de 1978.

Cuadro 4

<b>Actividad sectorial (números índices a precios de 1970, 1975=100)</b>						
<b>Años</b>	<b>Agricultura</b>	<b>Industria</b>	<b>Minería</b>	<b>Construcción</b>	<b>Servicios</b>	<b>PBI</b>
1973	99.5	96.5	99.2	88.6	93.1	94.8
1974	103.3	103.0	101.6	95.6	99.6	100.9
1975	100	100	100	100	100	100
1976	104.2	98.0	102.4	112.6	98.0	99.8
1977	107.7	103.8	111.2	127.8	103.6	105.8
1978	109.1	92.5	113.3	125.1	101.8	101.7
1979	113.0	101.0	120.5	133.3	108.4	109.5
1980	109.8	97.4	126.9	143.9	112.1	109.8

<b>Composición</b>						
1974	13.2	29.2	2.1	5.5	50.0	100.0
1980	12.9	25.4	2.5	7.6	51.7	100.0

Fuente: Canitrot, 1981.

Con respecto a la actividad sectorial Canitrot resalta el carácter fluctuante del sector industrial en el período, estas fluctuaciones si bien tienen una mayor amplitud, se corresponden con las fluctuaciones del PBI en el mismo período. Se destaca el crecimiento de la construcción, fundamentalmente pública, ya que la construcción privada se vio afectada por la eliminación de los créditos subsidiados de vivienda para sectores de menores ingresos. En resumen para este autor, desde el punto de vista sectorial, *“la política económica significó el estancamiento relativo de la producción industrial y la expansión de la construcción y los servicios”*.

Es interesante señalar en este punto que una de las causas señaladas del fracaso de la política estudiada se relaciona con el gasto público, y dentro de éste la construcción tiene una participación muy importante.

Cuadro 5

<b>Cuenta Corriente del Balance de Pagos (en millones de dólares corrientes)</b>					
<b>Años</b>	<b>Exportaciones</b>	<b>Importaciones</b>	<b>Balance comercial</b>	<b>Servicios</b>	<b>Cuenta corriente</b>
1973	3266.0	2229.5	1036.5	-326.5	710.0
1974	3930.7	3634.9	295.8	-168.9	126.9
1975	2961.3	3946.5	-985.2	-304.0	-1289.2
1976	3916.1	3033.0	883.1	-233.5	649.6
1977	5651.8	4161.5	1490.3	-200.4	1289.9
1978	6399.0	3833.8	2565.8	-732.2	1833.6
1979	7809.9	6711.6	1098.4	-1658.6	-560.2
1980	7975.0	10400.0	-2425.0	-2430.0	-4855.0

Fuente: Canitrot, 1981.

De acuerdo a las cifras de la cuenta corriente de la balanza de pagos y teniendo en cuenta que la apertura económica era uno de los objetivos del gobierno de la dictadura, desde este punto de vista este objetivo fue alcanzado. Las exportaciones crecieron durante todo el período, si bien como ya se dijo su crecimiento se vio afectado por el retraso en el tipo de cambio a partir de 1979-1980. Las importaciones se mantuvieron durante los años 1976, 1977 y 1978, pero a partir de 1979 adquieren un fuerte impulso, afectadas al igual que las exportaciones por el retraso en el tipo de cambio, y además por la reducción de aranceles a las importaciones.

Cuadro 6

<b>Balance de Pagos (en millones de dólares)</b>			
<b>Años</b>	<b>Cuenta corriente</b>	<b>Cuenta de capital</b>	<b>Variación de reservas</b>
1973	710.0	211.0	921.0
1974	126.9	-178.2	-51.3
1975	-1289.2	498.1	-791.1
1976	649.6	542.8	1192.4
1977	1289.9	936.6	2226.5
1978	1833.6	164.8	1998.4
1979	-560.2	5002.6	4442.4
1980	-4855.0	2059.0	-2796.0

Fuente: Canitrot, 1981.

La variación de reservas expresa el resultado de la suma de los saldos de la cuenta corriente y la cuenta capital. La cuenta corriente con saldo positivo entre los años 1976 y 1978, tiene un resultado negativo a partir de 1979, y fuertemente negativo para el año 1980. Como ya se dijo esto es resultado de dos circunstancias que se reforzaron y que estuvieron relacionadas con el tipo de cambio, las exportaciones disminuyeron y las importaciones aumentaron fuertemente.

La cuenta de capital expresa la masiva entrada de capital externo a partir de 1979. Esto está íntimamente relacionado con la política implementada a partir de diciembre de 1978. A su vez y relacionado con la evolución del programa adoptado, en el año 1980 la entrada de capitales disminuye, como señala Canitrot, a pesar de que el gobierno intentó compensar esta disminución en el ingreso de capitales externos endeudándose a través de las empresas estatales intentando sostener la política de tipo de cambio pautado. En el año 1980 y por las razones mencionadas anteriormente, las reservas disminuyen también como una consecuencia de mantener el programa.

En el cuadro se observa la importancia cobrada por la cuenta capital a partir de 1979. La progresiva revaluación del peso, al hacer negativa la tasa de interés “real” en moneda local motivó una intensa demanda por capital externo. Este fenómeno se revirtió en 1980, debido al incremento de la prima de incertidumbre, aún cuando el sector público operó de un modo compensatorio tomando créditos del exterior.

Para Juan Carlos de Pablo (1983), de acuerdo a los datos que él presenta<sup>23</sup> *“la tasa de inflación disminuyó sensiblemente medida tanto por el nivel general de precios al mayoreo como por el de los precios al consumidor. Para el caso de los primeros, frente a un promedio mensual de 7.7% en el año inmediatamente anterior a la aplicación del programa, se registró uno de 9.2% durante enero-agosto de 1979, uno de 4.1% durante septiembre de 1979-junio de 1980 y uno de 3.3% durante julio de 1980-marzo de 1981 y ocurrió desde ese momento una notable elevación posterior”*.

---

<sup>23</sup> Ver Anexo, Cuadros 8, 9 y 10.

Para el caso de los precios al consumidor, *“frente a un promedio mensual de 8.6% en el año inmediatamente anterior a la aplicación del programa, se registró uno de 8.7% durante enero-agosto de 1979, uno de 5.7% durante septiembre de 1979-junio de 1980 y uno de 4.8% durante julio de 1980-marzo de 1981”*, también en este caso ocurrió una notable evolución posterior.

Con respecto al tipo de cambio real, Juan Carlos de Pablo realiza la estimación considerando diferentes medidas de inflación internacional; una estimación de los precios en moneda extranjera de una muestra de los productos argentinos de exportación e importación según un cálculo de FIEL y CEMA, la misma estimación pero usando los cálculos del FMI, la evolución de los precios al mayoreo de los Estados Unidos y por último al cálculo anterior le agrega un método directo que consiste en la elaboración de un índice del precio relativo de los bienes al mayoreo comercializables en el ámbito internacional con respecto al nivel general de los precios al mayoreo. Teniendo en cuenta estos datos, De Pablo concluye en que *“cualquiera sea la definición de inflación internacional que se utilice, el tipo de cambio real señala una disminución sistemática a lo largo de todo el período (quien el 31 de diciembre de 1980 hubiera querido regresar súbitamente el nivel del tipo de cambio real hubiera tenido que devaluar 32, 49, 38 y 18%, según la definición de inflación internacional que se prefiera)”*.

De Pablo observa que de acuerdo a los datos de demanda y oferta agregada que *“durante ningún momento del período bajo análisis los niveles de producción cayeron en términos absolutos y se registraron crecimientos de distinta intensidad según los sectores”* y se pregunta: *“¿se puede reducir la tasa de inflación sin provocar una recesión?”*. Esta pregunta se relaciona con la visión de Rodríguez (1979b) para quien ante la baja de los precios de los bienes comerciados internacionalmente provocada por la disminución del tipo de cambio, se produciría en algún momento una recesión en el sector de los bienes no comerciados lo cual provocaría la disminución de los precios, en sí esto como se ve no se dio en la práctica.

Según Sourrouille (1985)<sup>24</sup> entre 1975 y 1980 la tasa de crecimiento del producto global per cápita fue negativa y si se compara 1980 con el máximo cíclico anterior

---

<sup>24</sup> Ver Anexo, Cuadros 11, 12 y 13.



registrado en 1974, la tasa anual de crecimiento del producto per cápita fue negativa en un valor cercano al 0.6%. El producto industrial, en términos absolutos, fue equivalente al logrado en 1974, definiendo así el más largo período de estancamiento observado desde la crisis de los años 30, en tanto que el agropecuario se ubicaría, aún con una caída en el último año, de no menos del 10% por encima de aquellos valores.

Los sectores productores de servicios, con una expansión sobre bases comparables de alrededor del 15%, son los que habrían alcanzado, por primera vez en la historia del país, tomando períodos de tal dimensión, el ranking de crecimiento. Este comportamiento de los servicios fue acompañado por una fuerte expansión en dos áreas adicionales, la construcción y la producción de energéticos. En este sentido Sourrouille hace la misma observación que Canitrot.

#### El análisis de Rodríguez sobre la evolución del Programa del 20 de Diciembre

Rodríguez (1982) divide la evolución del plan en tres períodos de nueve meses desde diciembre de 1978 hasta marzo de 1981. En este período analiza el comportamiento del tipo de cambio real, la tasa de interés real y la tasa de inflación.

Para el primer período no ocurrió ninguna variación significativa del tipo real de cambio, algo que sigue a la teoría en cuanto esta variable debe ajustar en forma gradual. Se produce una caída en la tasa real de interés del orden del 16% y como consecuencia de esto, el ritmo de actividad económica se recupera y el PBI crece a una tasa anual del 7.6%. La tasa de inflación no sólo no disminuye, sino que aumenta, llegando a 160-170% anual para el período.

Durante los segundos nueve meses comienzan a observarse los mecanismos que llevarían a la convergencia. Durante este período la tasa real de cambio cae en 17%, la tasa real de interés es de 32%, y la inflación se desacelera apreciablemente. El aumento de la tasa real de interés estuvo condicionado en este período por desajustes en el sistema financiero y las expectativas de cambio de plan económico generadas por el anuncio de que en agosto de 1980 se designaría el nuevo presidente. En este período, en abril de 1980 se produce la intervención de tres de los mayores bancos privados del país.

El tercer y último período se caracteriza por corridas cambiarias y tasas de interés muy altas. La inflación se desacelera pero la tasa de devaluación lo hace aún más, de modo

que el tipo real de cambio llega en marzo de 1981 a 65 sobre 100 del comienzo de la implementación del plan.

Al analizar los resultados, este autor sostiene que al cabo de un año y medio de implementación del programa se observan los siguientes problemas:

1. Caída en el nivel del tipo real de cambio
2. Alta tasa de interés y significativo grado de endeudamiento interno y externo del sector privado,
3. Caída en la tasa de crecimiento del PBI y sustancial disminución en el ritmo inflacionario; alto nivel de ocupación y del salario real
4. Aumento sustancial en las reservas internacionales del Banco Central.

A mediados de 1980 se intervienen a tres de los principales Bancos privados debido a su complicada situación financiera, lo cual unido a la creencia generalizada de atraso cambiario genera dudas sobre la continuidad del plan y provoca corridas contra el peso. Esta situación se ve agravada por la proximidad del cambio de autoridades a producirse en marzo de 1981. (Rodríguez; 1982).

## 7. Análisis de los supuestos

### 7.1 La ley de un solo precio y la paridad del poder de compra

#### La mirada de Martínez de Hoz sobre la política del plan de pautas

Martínez de Hoz (1981a) en su libro “Bases para una Argentina moderna”, da su interpretación del plan de pautas y de las consecuencias que ésta produjo sobre los distintos sectores de la economía.

El sistema adoptado en diciembre de 1978, lo eligió por considerar que era el que mejor se adecuaba al propósito de reducir el ritmo inflacionario en un esquema de libertad de precios y luego de haber llegado a un razonable control presupuestario.

Martínez de Hoz reconocía, que frente a un sistema económico más abierto y estabilizado, la elección hubiera sido distinta, *“el sistema de tipo de cambio preanunciado, con flujo libre de capitales con el exterior y tasas libres de interés, es uno de dinero pasivo. Esto significa que la autoridad monetaria no controla el total de la oferta monetaria, sino solo los medios de pago de origen interno. Si éstos últimos se manejan de manera de no responder a la cantidad demandada de dinero a una tasa dada de interés, ésta aumenta, incentivando un mayor ingreso de crédito desde el exterior, incrementando las reservas y la oferta monetaria hasta el nivel deseado. Es así como en este sistema la cantidad de dinero es un resultado, como también lo es la tasa de interés. Ésta a su vez alcanza un nivel que resulta de la tasa de devaluación preanunciada, más la tasa de interés externa y un margen adicional que depende de la valorización del riesgo por parte de los operadores económicos de que ocurran devaluaciones inesperadas”*.

La política seguida en 1979-1980 para Martínez de Hoz implicaba la decisión, en el contexto del programa antiinflacionario, de no convalidar los incrementos de precios por vía del ajuste de la paridad cambiaria, sino en cambio, exigir un serio esfuerzo de reducción de costos por parte de las unidades productivas a través del mecanismo de la competencia.

Entendía que si se ajustaba la paridad cambiaria implicaba la convalidación a través del tipo de cambio del proceso de inflación, pues todo aumento de costos es trasladado a los precios, proceso que cada vez exige una nueva devaluación para que los precios de la producción nacional no queden descolocados en su posibilidad de competencia en los

mercados internacionales. Agrega el ministro que *“sólo sería posible evitar esta mutua interacción entre devaluación y precios, si una situación fuertemente recesiva impidiera transitoriamente la elevación de los precios por una drástica caída de la demanda”*.

Continúa Martínez de Hoz explicando que debido a diversas causas como el aumento de los precios internacionales del petróleo, de la carne y de las materias primas, así como la todavía modesta apertura de la economía argentina<sup>25</sup>, durante los primeros ocho meses de 1979 existió un elevado margen para el aumento de los precios internos, sin que el nivel declinante del ajuste cambiario establecido por las pautas llegara a afectarlo.

Para el ministro esta situación no podría continuar y es por eso que insistieron en que debía encararse una reducción de precios del sistema productivo nacional ya que no convalidarían un aumento a través de la paridad cambiaria.

Asimismo reconoce que los sectores expuestos a la competencia externa serían los que más se verían perjudicados por esta política, pero esto lo asume como un costo transitorio del programa hasta que la convergencia de precios fuera alcanzada, *“debido al amplio superávit existente en los balances comercial y de pagos hasta 1979, y la necesidad de lograr un mayor equilibrio para evitar los efectos monetarios expansivos que el superávit causaba”*<sup>26</sup>, así como de impulsar la modernización de la economía con la renovación de los equipos productivos facilitando su importación, se consideró que era más conveniente proseguir con la política de adecuaciones periódicas, hasta lograr la convergencia del ritmo de ajuste de la paridad cambiaria con el de incremento de precios”.

#### La explicación según diferentes autores de la no convergencia de precios

Si la dinámica de los precios internos no responde a la anunciada reducción en el ritmo de devaluación, es decir si los precios internos se mantienen por encima de los externos un efecto de esta estrategia será la disminución del tipo de cambio real, definido este último como el precio relativo de los bienes no comerciados (mayormente servicios y construcción) en relación a los bienes sujetos al comercio internacional. Esta disminución del tipo de cambio real se denomina “atraso cambiario”.

---

<sup>25</sup> El programa principal de reducciones arancelarias comenzó a aplicarse a partir del primero de enero de 1979.

<sup>26</sup> En 1979 el 85% de la expansión monetaria tenía su origen en el sector externo.

Michelle Santo (1987) en su trabajo “Algunas reflexiones sobre las políticas de estabilización y liberalización en el Cono Sur de fines de los 70” hizo un repaso de los estudios que intentaron explicar el fenómeno del atraso cambiario. Estos estudios se basan fundamentalmente en *“modelos que agregan los bienes en comerciados y no comerciados y difieren en los supuestos que realizan respecto a: las expectativas de los agentes económicos; los tipos de activos financieros que existen en la economía; el grado de flexibilidad de los precios, los salarios y otros costos de producción, la existencia de contratos rígidos en la economía, etc.”* (Santo, 1987).

Una línea de explicación viene dada por los modelos que intentan explicar el “atraso cambiario” vía cierta inercia en la tasa de inflación. Dentro de esta línea se encuentran Rodríguez (1979), Rudiger Dornbusch (1982) y Calvo (1982).

Rodríguez (1979) describe un modelo analítico que incorpora las características esenciales del plan. El supuesto principal es la ecuación en la formación de precios, en la cual se supone que las expectativas de inflación y la situación de exceso de demanda u oferta en el mercado por productos no comerciados son los determinantes inmediatos de la tasa actual de inflación en este último mercado, en tanto que la tasa de inflación en el mercado de productos comerciados internacionalmente está básicamente determinada por la inflación externa de dichos productos conjuntamente con la tasa de devaluación.

El autor demuestra que la tasa de inflación de largo plazo en un contexto de economía abierta, tanto en bienes comerciados como no comerciados, es igual a la suma de la tasa de inflación externa en los bienes comerciados más la tasa de devaluación. De esta manera, considerando la inflación externa como exógenamente dada, la única herramienta antiinflacionaria operativa en el largo plazo es la tasa de devaluación.

La conclusión de Rodríguez es que una política antiinflacionaria basada en una desaceleración preanunciada de la tasa de devaluación llevará a una apreciación del tipo real de cambio si las expectativas de los agentes económicos en el sector de bienes no comercializables son adaptativas.

El mecanismo es el siguiente, Rodríguez supone que la tasa de interés interna se iguala a la internacional más la tasa de devaluación, con lo cual a medida que la tasa de

devaluación comenzara a decrecer, y suponiendo credibilidad en la tabla cambiaria, la tasa nominal de interés disminuiría. Al responder las expectativas en forma adaptativa la inflación en el sector de bienes no comerciados está dada al menos en el corto plazo; con lo cual disminuye la tasa de interés real junto con la disminución de la tasa de interés nominal.

Esta caída en la tasa real de interés incentiva el gasto tanto en bienes comerciables como no comerciables, lo cual produce un déficit en cuenta corriente y un aumento en el precio relativo de los bienes no comerciables debido a la mayor demanda por los mismos. *“El mayor nivel de gasto agregado inducido por la caída en la tasa real esperada de interés (y financiado mediante un influjo de capitales desde el exterior) es el factor que induce la caída del tipo de cambio real o lo que es lo mismo el aumento del precio relativo de los bienes no comerciables”.* (Santo, 1987)

El aumento en el precio relativo de los servicios en un principio produce un boom en el sector correspondiente pero al no ser ésta una situación de equilibrio lo que se produce es un exceso de oferta que llevará a una caída de los precios y así se recuperará el tipo real de cambio. Mientras se da este proceso, lo que se destaca es desocupación resultante de la oferta excedente y disminución en la remuneración real del factor intensivo en la producción de los mismos, la mano de obra. El atraso cambiario y la desocupación resultante es un mecanismo necesario para que se produzca el ajuste de los precios de los servicios a la nueva tasa de devaluación.

La explicación tal como la da Canitrot analizando el trabajo de Rodríguez sería la siguiente: *“a medida que los precios de los bienes no comerciables crecen, se genera una expansión de la oferta y una retracción de la demanda en el mercado de dichos bienes. Hay un efecto sustitución a favor de los bienes comerciables y en contra de los no comerciables. En el mercado de éstos últimos se produce un excedente de oferta que ejerce una presión descendente sobre los precios. Como esta presión crece a medida que el precio de los bienes no comerciables se distancia del precio de los comerciables, debe llegar necesariamente un punto en que sea suficientemente fuerte como para detener el distanciamiento”* (Canitrot, 1981). En este punto se alcanzaría el equilibrio entre la tasa de inflación y la suma de la inflación internacional más la tasa de devaluación.

Por un lado el atraso cambiario tiende a la desaceleración de los precios y por el otro la disminución de la tasa de interés tiende a ejercer una presión al aumento sobre la

tasa de inflación, se dan así dos efectos contrapuestos. Para Rodríguez *“la posibilidad de convergencia final dependerá de la sensibilidad relativa del ritmo inflacionario (a través del exceso de demanda agregada) a ambas fuerzas contrapuestas”*. La conclusión de este autor es que el sistema tenderá a ser más estable cuanto mayor sea la respuesta del exceso de demanda a los cambios en el precio relativo de los productos comerciados. En tanto que tenderá a ser más inestable cuanto más dependa el exceso de demanda de la tasa real de interés.

La crítica que hace Michelle Santo (1987) a la explicación de Rodríguez es que encuentra una inconsistencia teórica en cuanto a la formación de expectativas de los agentes. Rodríguez supone que en algunos mercados (el financiero y el de bienes comerciados) son racionales<sup>27</sup> y se ajustan inmediatamente a las nuevas circunstancias, mientras que en otros mercados (el de bienes no comerciados) son adaptativas<sup>28</sup>. Para Michelle Santo, no existe ningún argumento de peso para que se de esta dicotomía en el comportamiento de las expectativas de los agentes económicos.

Siguiendo la línea de explicación del atraso cambiario por la inercia en la tasa de inflación, Rudiger Dornbusch (1982), asume que el nivel de precios y la tasa de inflación son rígidos en el corto plazo, con lo cual la disminución en la tasa de devaluación lleva en el corto plazo a una apreciación del tipo real de cambio. Al igual que la explicación brindada por Rodríguez, un aumento del gasto por la caída de la tasa real de interés que produce un aumento relativo del precio de los no comerciados es lo que explica el “atraso cambiario”. Para Michelle Santo, el argumento de Dornbusch, carece de una explicación de por qué la tasa de inflación es rígida en el corto plazo.

En la misma línea que Rodríguez y Rudiger Dornbusch, Calvo (1982), intenta explicar la falta de flexibilidad de la tasa de inflación considerando que el mercado de

---

<sup>27</sup> Las expectativas racionales, suponen que el público usa toda la información que conoce sobre las variables económicas que influyen en los mercados para formar sus expectativas sobre la inflación esperada. (García-Saieh, 1985)

<sup>28</sup> Las expectativas adaptativas, suponen que la inflación esperada en un período es igual a la esperada en el período anterior, corregido por una cierta fracción del error de predicción en ese período. (García-Saieh, 1985)

trabajo está caracterizado por la existencia de contratos que duran varios períodos, por lo cual en cada período coexisten contratos realizados en diferentes momentos. Las firmas del mercado de bienes no transables están sujetas a este tipo de contratos y fijan sus precios como un porcentaje por encima del costo laboral. La inercia en la inflación se explica entonces por el número de firmas que no tienen necesidad de contratar y que mantienen los precios, a diferencia de aquellas que sí pueden recontractar y modificar sus precios.

Otra explicación del “atraso cambiario” ofrecen Damill (1988) y Canitrot (1981), teniendo en cuenta la formación de precios en los distintos mercados de bienes, comerciados y no comerciados.

Para Damill (1988), desde el punto de vista de la dinámica inflacionaria, el plan de pautas confiaba en la vigencia generalizada de la ley del precio único. A pesar de ser relativamente abierta, la economía argentina sin embargo, cuenta con un significativo sector de bienes y servicios no transables, cuya dinámica de precios no puede ser adecuadamente representada por la ley del único precio.

La importancia de dicho sector, no se debe principalmente a la presencia de elevados costos de transporte para determinados bienes y servicios, sino más bien a la existencia de actividades (predominantemente manufactureras) altamente protegidas por la estructura arancelaria y por otras restricciones comerciales, y al peso del Estado como proveedor directo o indirecto de numerosos bienes y servicios. Por otra parte, las generalizadas rebajas arancelarias durante el período 1977-1980 no consiguieron modificar de manera relevante dicha realidad porque, entre otros factores, los agentes económicos evaluaron (acertadamente) que tales rebajas serían transitorias.

Damill (1988) presenta un modelo de dos sectores, uno de bienes y servicios transables y el otro de no transables, en donde define la inflación para la economía en su conjunto como el promedio ponderado de las tasas de variación de los precios de ambos sectores<sup>29</sup>.

---

<sup>29</sup> La ecuación que presenta es:  $p = h_n.p_n + h_t(p^* + e)$ . Donde  $p$  es la tasa de inflación para la economía en su conjunto,  $p_t$  y  $p_n$  la tasa de variación de los precios transables y no transables respectivamente y, los coeficientes  $h_n$  y  $h_t$  (cuya suma es igual a 1) constituyen la participación media de cada sector en la oferta global.



Supone que la dinámica de los precios transables responde a lo previsto por la ley del precio único, por lo tanto éstos son iguales a la tasa de crecimiento de los precios transables en el mercado internacional más la tasa de devaluación. Por lo tanto la tasa de inflación doméstica sólo será igual a la suma de la inflación internacional más la tasa de devaluación en dos circunstancias extrema: *“si la participación del sector no transable en la oferta agregada es nula; o si en ausencia de shocks de oferta o cambios en las preferencias, los efectos sustitución en la demanda son tan rápidos y significativos como para igualar el ritmo de incremento de los precios no transables al de los transables”*<sup>30</sup>. (Damill, 1988)

Por otra parte, el sector de bienes y servicios no transables, en materia de formación de precios reconoce la presencia al menos de tres mecanismos. El primero es el de los precios flexibles, que corresponden básicamente a los mercados de alimentos no manufacturados o de materias primas no transables, donde los agentes económicos son tomadores de precios y éstos se muestran más o menos sensibles a los excesos de demanda u oferta. Sin embargo, como en estos mercados los shocks de oferta son frecuentes y la demanda es sumamente inelástica, la dinámica de los precios flexibles tiende a acentuar la volatilidad del proceso inflacionario y la inestabilidad de los precios relativos.

El segundo mecanismo es el de los precios administrados, que corresponde al sector manufacturero. Por ser éste un sector protegido de la competencia externa, de oferta concentrada y que opera en mercados menos transparentes y más personalizados, permite a las empresas tomar decisiones de precios.

El sector público finalmente, fija los precios de los servicios públicos. En un régimen de tipo de cambio fijo, esta última variable constituye un instrumento de política cuya evolución es decidida por el gobierno.

Teniendo en cuenta esta desagregación, la tasa de variación de los precios no transables en un período determinado resulta de promediar los aumentos de precios flexibles, administrados y públicos producidos en el mismo período y ponderados por la participación de cada uno en la oferta global del sector.

---

<sup>30</sup> Dada la ecuación  $p = h_n.p_n + h_t(p^* + e)$ , de las dos situaciones extremas planteadas por Damill (1988), la primera la descarta por hipótesis, y para la segunda considera que se trata de un caso polar que, en general, no tendrá ningún referente empírico.

La evolución de los precios administrados, por su parte, depende de la marcha de los costos primos del sector, constituidos básicamente por el costo laboral y el de los insumos intermedios comercializables internacionalmente. Asumiendo que en el corto plazo no hay cambios apreciables en la productividad del trabajo, la tasa de variación de los costos laborales está dada por la tasa de aumento de los salarios medios. La evolución del costo de los insumos transables en un período determinado, por su lado, resulta igual a la variación de sus precios en los mercados internacionales más el reajuste experimentado por el tipo de cambio en dicho período.

Resumiendo, la tasa de inflación no solo depende de la variación de los precios transables (sensible a la política cambiaria del gobierno), sino también de la tasa de incremento de los precios flexibles, de la política de reajustes de los precios públicos y de la tasa de variación de los salarios medios<sup>31</sup>. Por último, si la regla salarial predominante en el mercado de trabajo es la indexación a la inflación pasada, el modelo se completa con la siguiente expresión:  $w = p-1$  (Donde  $w$  = tasa de aumento de los salarios medios y  $p-1$  = la inflación del período anterior).

Como conclusiones del modelo surgen en primer lugar, una fuerte inercia impuesta al proceso inflacionario por la vigencia de cláusulas formales o informales de indexación<sup>32</sup>. La indexación a la inflación pasada determina la existencia de una tasa de inflación de equilibrio no nula que tiende a perpetuarse en el tiempo mientras permanece estable la estructura de precios relativos. Es decir, aunque no se verifiquen shocks de oferta y el gobierno siga una política pasiva en materia cambiaria y tarifaria, hay inflación en el presente simplemente porque hubo inflación en el pasado.

En segundo lugar, el modelo pone en evidencia la estrecha asociación causal que liga los cambios de precios relativos con variaciones en la tasa de inflación. Debido a la inercia de los precios no transables, cualquier tentativa de estabilización basada en la

---

<sup>31</sup> La ecuación es:  $p_n = h_f.p_f + h_a.p_a + h_g.p_g$ ; donde  $p_n$  es la tasa de variación de los precios no transables en un período determinado;  $p_f$  es la variación de los precios flexibles;  $p_a$  es la variación de los precios administrados;  $p_g$  la variación de los precios públicos y;  $h_f$ ,  $h_a$ ,  $h_g$  respectivamente, la participación de cada sector en la oferta global.

<sup>32</sup> Damill, respondiendo a la pregunta de cómo se establecen los contratos por bienes y servicios no transables en un contexto de alta inflación, considera que no es suficiente conocer la manera en que los agentes forman sus expectativas. Es necesario considerar además los costos asociados a la búsqueda de información y al conflicto y renegociación de los contratos en caso de ruptura. Teniendo en cuenta estos factores, mientras la evolución de los precios relativos no presenta cambios excesivamente bruscos en perjuicio de alguna de las partes, la indexación a la inflación pasada constituye un mecanismo racional para el establecimiento de relaciones contractuales entre ellas. En particular, para el caso de los contratos laborales.

desaceleración progresiva del ritmo de devaluación apenas conseguirá disminuir la tasa de inflación en forma proporcional a la participación directa e indirecta de los bienes y servicios transables en la oferta agregada. Pero además, *“si no se modifican las reglas de indexación salarial y si los efectos-sustitución vía demanda son insuficientes como para afectar significativamente el ritmo de crecimiento de los precios flexibles, tal reducción sólo logrará una caída del tipo de cambio real (atraso cambiario), circunstancia que a mediano plazo hará insustentable la continuidad de semejante política”*. (Damill, 1988)

Canitrot (1981) propone otra explicación, enfocada en el mercado de trabajo que resalta la hipótesis de la diferencia en la formación de los precios en los sectores de bienes comerciables y no comerciables. El precio de los bienes comerciables depende básicamente del nivel del tipo de cambio, mientras que el precio de los no comerciables se forma a partir del nivel de los salarios.

En el sector de bienes no comerciables la fijación del precio se hace a partir de los costos de producción y supone que éstos dependen exclusivamente del nivel de salarios. Para los bienes comerciables supone que su precio está en función de los precios internacionales y del tipo de cambio.

Bajo condiciones de perfecta movilidad de capitales y ausencia de incertidumbre con respecto al ritmo de devaluación (tipo de cambio futuro pautado) se da la siguiente relación:  $r = r^* + \dot{e}$  (donde  $r$  = tasa de interés en moneda nacional,  $r^*$  = tasa de interés en moneda extranjera y,  $\dot{e}$  = devaluación del tipo de cambio, esperada igual a efectiva). Dada esta relación, para Canitrot la tasa real de interés interna se mantendría por debajo de la internacional mientras la incertidumbre fuera pequeña y se mantuviera la relación  $\pi > \pi^* + \dot{e}$  (Donde  $\pi$  = tasa de inflación en moneda nacional, y  $\pi^*$  = tasa de inflación en moneda extranjera) ya que  $(r - \pi) < (r^* - \pi^*)$ . Estas condiciones se dieron desde el cuarto trimestre de 1978 hasta el tercero de 1979. A partir del cuarto trimestre de 1979 la tasa real de interés aumenta cambiando esta relación.

Siguiendo el razonamiento de Canitrot, en un primer momento, la menor tasa de interés interna con respecto a la internacional produjo un incremento de la demanda de fondos externos para ser destinados a la compra de bienes de consumo duraderos y activos físicos (incrementos de stock, construcción residencial, automotores, etc). Esta expansión

llevó a la economía al pleno empleo, y el excedente de demanda en el mercado de trabajo dio lugar a la aceleración en el ritmo de incremento de los salarios nominales.

La hipótesis propuesta por Canitrot en cuanto a la formación dual de precios sostiene que las empresas que mantienen un porcentaje de protección excedente<sup>33</sup> trasladan sus costos laborales a los precios, mientras que esto no es posible para aquellas empresas sometidas a la competencia externa cuyo precio depende de los precios internacionales y del tipo de cambio.

## 7.2 La paridad de tasas de interés

### La explicación según diferentes autores de la no convergencia de las tasas de interés

Michelle Santo (1987), analiza las distintas explicaciones que se dieron con respecto al por qué de la no convergencia de las tasas de interés. La espectacular variación de la tasa de interés la atribuye por un lado, a los shocks externos que afectaron a la economía interna y que estuvieron lejos del control de las autoridades económicas.

En cuanto a la no convergencia de las tasas de interés vinculadas a factores internos, ofrece distintas alternativas:

La primera tiene que ver con *“la existencia de costos de transacción importantes, en el proceso de obtener fondos en el exterior”*. Estos costos se incorporan a la tasa de interés doméstica, por lo cual este “premio” explicaría por qué la tasa de interés doméstica fue más alta, tanto en términos nominal como real. Sin embargo para el caso de Argentina, según Santo (1987), esta explicación no tendría mucha fuerza ya que el mercado de capitales se encontraba totalmente liberalizado en el momento de aplicación de la política.

La segunda está relacionada con *“la existencia de expectativas de devaluación por encima de la devaluación preanunciada por el gobierno”*. Para los tenedores de activos en

---

<sup>33</sup> Teniendo en cuenta la división en dos sectores de la economía, el de bienes comerciables y el de no comerciables, la definición de uno y otro sector se refiere al modo en que se determinan los precios y los beneficios. Dada:  $p_i' = p^*i e (1 + \tau_i)$ , donde  $p_i'$  es el precio internacional en dólares de un bien  $i$ ;  $p^*i$  es el precio  $p_i$  traducido a pesos;  $e$  = tipo de cambio,  $\tau_i$  = es el arancel “ad valorem” correspondiente al bien  $i$ .  $\tau_i \geq 0$ . Si  $p_i$  es el precio doméstico efectivo del bien  $i$ , en pesos, Canitrot define el margen de protección excedente como  $u_i = (p_i - p_i')$ . Para los bienes no comerciables con el exterior  $u_i \leq 0$ , esto es  $p_i \leq p_i'$ . Correspondientemente para los bienes comerciados con el exterior:  $u_i = 0$ , o sea,  $p_i = p_i'$ .

moneda nacional, esta expectativa se suma a la tasa nominal de interés, como un medio de cubrirse de la pérdida de capital que el no cumplimiento de la política pautada implicaría.

La tercera alternativa que analiza este autor es *“la posibilidad de un comportamiento colusivo por parte del sistema bancario que mantendría tasas nominales superiores a las de arbitraje al tiempo que le permitiría obtener un elevado “spread” al sistema bancario”*.

La cuarta explicación, y teniendo en cuenta la crisis financiera que se produjo, estaría dada por *“una desconfianza general tanto por parte del sistema bancario como por parte de los deudores en el futuro de la política. La desconfianza por parte del sistema bancario sobre la posibilidad de recuperar sus créditos podría explicar a través del mayor crédito percibido el aumento del spread y de las tasa activas”*. A su vez el hecho de que se intentaran posponer las pérdidas renovando los créditos, con la esperanza de que habría algún cambio de política, explicaría por qué los tomadores de crédito hayan seguido endeudándose a tasas tan altas de interés.

Canitrot (1981) analiza un trabajo de Frenkel quien calcula una prima de incertidumbre que se refiere a las expectativas de los agentes económicos con respecto a la continuidad o interrupción de la política económica. Para el caso puntual del período 1979-1980, esta prima se refiere a la expectativa del abandono de la política de cambio pautado y su reemplazo por una maxidevaluación. A través de esta prima de incertidumbre que aumenta la tasa de interés, Frenkel explica la diferencia en la relación  $r > r^* + \dot{e}$  (Donde  $r$  = tasa de interés pasiva en pesos,  $r^*$  = tasa de interés pasiva en dólares y  $\dot{e}$  = tasa de devaluación), es decir por qué la tasa de interés pasiva en pesos excede la suma de la tasa de interés en dólares y la tasa de devaluación.

Frenkel muestra cómo la prima de incertidumbre aumenta en 1979 y 1980, esto lo atribuye a distintas causas que contribuyeron a aumentar la expectativa sobre el cambio de política. Primero, la evidencia creciente de la no convergencia de precios; segundo, la acumulación de divergencias, retraso cambiario y sus efectos negativos sobre la cuenta corriente del comercio exterior y sobre la rentabilidad de las empresas; y por último, la aproximación a la fecha de renovación del gobierno, en marzo de 1981.

El ascenso en la prima de incertidumbre explica por qué la tasa de interés nominal se mantiene estable durante 1980 a pesar del descenso progresivo del ritmo de devaluación,

y el fuerte aumento de aquella durante el primer trimestre de 1981. La prima de incertidumbre explica además por qué la tasa nominal de interés no acompañó la caída de la tasa de inflación a partir del tercer trimestre de 1979, con lo cual la tasa de interés real pasa a ser positiva.

A partir de estas consideraciones Canitrot (1981) relaciona el endeudamiento del sector privado a partir del tercer trimestre de 1979 con el aumento de la tasa real de interés. El endeudamiento del sector privado está relacionado con el sistema financiero doméstico. El aumento de la tasa real de interés encontró a las empresas endeudadas debido a las tasas negativas que se registraron entre el tercer trimestre de 1978 y el tercero de 1979. Cuando la tasa de interés real se vuelve positiva, las empresas no pudieron desprenderse de sus stocks ni apurar sus ventas para salir de este proceso de endeudamiento.

El sistema financiero se encontró en la obligación de *“refinanciar los montos crecientes de la deuda vista la imposibilidad de exigirla sin dar lugar a una crisis generalizada”*, a la cual el mismo sistema financiero hubiese sido arrastrado. *“La situación, aún cuando grave, hubiera tenido una solución si la tasa de interés nominal hubiera bajado en concordancia con el ritmo de devaluación, pero allí surgió el contrapeso de la prima de incertidumbre”* (Canitrot, 1981).

Dentro de esta línea de explicación se encuentra el trabajo de Damill (1988), en el cual se atribuye como una de las razones del fracaso de la política anunciada el 20 de diciembre de 1978, la desconsideración de la incertidumbre del sector privado en relación a la evolución futura del tipo de cambio. Según Damill (1988), si se admite la existencia de incertidumbre, la relación  $i = i^* + e$  (tasa de interés doméstica igual a la tasa de interés internacional corregida por los costos de transacción más la tasa anunciada de devaluación) se transforma en  $i = i^* + e + s(\alpha)$  donde  $s$ , que es la prima de riesgo, aumenta con  $\alpha$ , el coeficiente entre endeudamiento externo y el endeudamiento total. Para esto supone que existen dos fuentes de recursos en el mercado crediticio: el crédito en moneda local y en divisas.

Con incertidumbre, desde el punto de vista de los deudores, para que aumente su deuda externa con respecto al endeudamiento total, la tasa de interés debería aumentar. Además agrega: *“como los agentes saben que la oferta de crédito internacional no es infinitamente elástica cualquiera sea el nivel de endeudamiento externo de la economía, su*

*incertidumbre sobre el curso futuro del tipo de cambio será mayor cuanto menos favorables sean los resultados obtenidos en la cuenta corriente del balance de pagos y cuanto menores sean las reservas disponibles”* (Damill, 1988).

Incluyendo estas variables la relación se transformaría en:  $i = i^* + e + s(\alpha, CC, R)$   
Con lo cual *“la prima variable además de estar positivamente relacionada con la participación del endeudamiento externo en la deuda total, será función creciente del déficit de cuenta corriente y función decreciente de las reservas internacionales”* (Damill 1988).

El análisis de este autor sería el siguiente: en el caso de que exista un déficit, habría una contracción de la oferta de dinero y crédito doméstico que elevaría la tasa de interés. Pero además, si se tiene en cuenta que la prima de incertidumbre aumenta con el deterioro de la cuenta corriente los tomadores de crédito externo tratarán de reducir su crédito (ahora incierto) reforzando el exceso de demanda en el mercado de crédito doméstico y la tendencia alcista de la tasa de interés, que deberá subir hasta restablecer el equilibrio.

Por otro lado la pérdida de reservas por la cuenta capital reforzará la prima de incertidumbre y el aumento de la tasa de interés, generando un proceso acumulativo de: aumentos en la tasa de interés, recesión y salida de capitales, que podría llegar a ser explosivo. Dependiendo, por un lado, de la elasticidad interés de la demanda de crédito agregada y de la composición del endeudamiento privado; y por otro lado de la sensibilidad de las expectativas a la evolución de las reservas.

El gobierno puede tratar de mantener el nivel de reservas a fin de mantener la política de tipo de cambio pautado a través de endeudamiento externo del sector público, que compensaría la pérdida de reservas por la reducción del endeudamiento externo privado y la adquisición de activos externos. Para esta circunstancia Damill (1988), enuncia algunas limitaciones: la imperfecta elasticidad de la oferta de crédito externo; la velocidad de ajuste del incremento de crédito externo del sector público relativa a la velocidad de ajuste de las carteras del sector privado; así como también la compensación de pérdida de reservas que debilita el mecanismo automático de ajuste que se produce vía el aumento de la tasa de interés, *“induciendo en consecuencia una mayor salida de capital privado que la que tendría lugar de no haber acción compensatoria del sector público”*. (Damill, 1988).

Esta situación de endeudamiento externo, mediante el cual el gobierno trató de compensar la pérdida de reservas, tratando de mantener a rajatabla la política cambiaria, se vio con claridad en los últimos seis meses de la gestión de Martínez de Hoz al frente del ministerio de economía, esto es entre octubre de 1980 y marzo de 1981<sup>34</sup>.

Siguiendo a Damill (1988), si el endeudamiento del sector público no alcanza a incidir suficientemente sobre las expectativas, de tal modo de detener la fuga de capitales antes de que las reservas alcancen un nivel crítico, el gobierno debería devaluar de todos modos por encima de lo originalmente pautado. Este aumento del endeudamiento externo, habría sido “*traspasar*” el mayor pasivo externo público a un mayor activo externo del sector privado. “*El premio que reciben los especuladores por la devaluación es mayor, a costa de una mayor pérdida de capital del sector público*” (Damill, 1988).

En el sistema financiero doméstico, al reducirse el endeudamiento externo se reduce la capacidad prestable de las financieras, y aumenta la tasa de interés, con lo cual para que el equilibrio se restablezca el crédito interno debería disminuir. Sin embargo si los deudores se encuentran posicionados en activos domésticos ilíquidos y no están dispuestos a realizar sus tenencias de activos externos, no podrán reducir su endeudamiento interno al mismo tiempo que disminuye la capacidad prestable de los bancos.

Concluye Damill (1988), que una situación como la descripta refleja lo que sucedía a mediados de 1980. A raíz de esto pueden darse dos circunstancias: “*una crisis abierta del sistema financiero, o el Banco Central se transforma en prestamista de última instancia otorgando redescuentos a las entidades financieras para sostener la capacidad prestable de estas últimas*”. Dada la garantía oficial de depósitos el gobierno a partir de marzo-abril, actuó como prestamista de última instancia, intentando contener la crisis del sistema financiero.

De esta manera, en materia de Balance de Pagos, el endeudamiento externo que favorecía la fuga de capitales mediante la disponibilidad de divisas, implicaba la estatización de la deuda. Y el hecho de que el Banco Central se transformara en prestamista de última instancia, financió las fugas de capital al transformarse el sector público (vía Banco Central) en el principal acreedor de los deudores privados. A partir de mediados de

---

<sup>34</sup> Ver Anexo, Cuadro 14.



1980, con el atraso cambiario y el empeoramiento de la situación externa (el saldo comercial volvió a ser deficitario por primera vez desde 1975)<sup>35</sup> comenzaron a crecer las expectativas sobre una devaluación superior a la anunciada. El sector privado comienza a adquirir activos externos para cubrir sus pasivos externos y para desprenderse de sus activos internos. El gobierno trató de mantener la política con endeudamiento externo y desacumulación de reservas.

Las empresas que se habían endeudado aprovechando las tasas reales de interés negativas durante gran parte de 1979, se encuentran con que en 1980 las tasas aumentan por las expectativas de devaluación. Altas tasas de interés, sumado a la pérdida de rentabilidad que sufrían las empresas como consecuencia del “atraso cambiario” y la reforma arancelaria, implicó que los bancos vieran aumentar la inmovilización de su cartera activa. *“Cuando la fuga de capitales comenzó, los depósitos bancarios (concentrados en el muy corto plazo) empezaron a caer vertiginosamente, desencadenando una profunda crisis financiera”* (Damill, 1988).

Algunos autores como Roque Fernández (1983) o Ernesto Feldman (1983) dan su explicación intentando descifrar las causas que originaron la crisis financiera que se originó en marzo –abril de 1980 con el cierre del Banco de Intercambio Regional.

Para Fernández, el 28 de marzo de 1980, fecha en que se produce el cierre del Banco de Intercambio Regional (BIR), para su posterior liquidación por parte del Banco Central, es clave porque origina la pérdida de confianza por parte del público en las instituciones del sistema financiero. Esto obliga al Banco Central a modificar el régimen de garantía de los depósitos, que hasta ese momento consistía en garantizar a los depósitos en moneda nacional en un 100 por ciento por depósitos inferiores o iguales a \$1.000.000 y en un 90 por ciento por depósitos superiores a esa cifra.

Por otra parte y para hacer frente a la crisis, el Banco Central instrumenta mediante la resolución 1051 un régimen de adelantos para instituciones a los efectos de que éstas pudieran hacer frente a las extracciones de depósitos. En el mes de abril el Banco Central otorgó adelantos por algo más de 2.000 millones de dólares.

---

<sup>35</sup> Ver Anexo, Cuadro 15.

En general el proceso de intervención y liquidación continúa con importantes bancos (Banco de los Andes y Banco Oddone, que tenían un tamaño similar al BIR) y un gran número de bancos y financieras de menor tamaño. De acuerdo con Gaba (1981), citado por Fernández, en el período que va desde abril de 1980 hasta marzo de 1981 se intervinieron y/o liquidaron sesenta y dos entidades que representaban un 20% del total de depósitos.

Según Fernández, bancos y financieras quiebran porque quiebran las empresas, una explicación de por qué las empresas quiebran fue a través de las expectativas sectoriales frustradas.

Fernández (1983) introduce el concepto de expectativa sectorial frustrada. Este concepto pretende captar el fenómeno que ocurre cuando un sector de la economía espera un cambio en el precio relativo de su sector y este no ocurre, o cuando se da un cambio en el precio relativo pero en un sentido contrario al esperado. Para este autor se dieron básicamente dos elementos en la economía argentina que pueden justificar este fenómeno.

El primero surge de la política arancelaria y monetaria instrumentada a partir de diciembre de 1978. La expectativa frustrada del sector industrial surge de esperar de la reforma arancelaria un tipo de cambio real más favorable que en realidad no ocurre por causa de un plan de estabilización simultáneo que inicialmente produce un efecto contrario al esperado.

El segundo elemento surge de una incorrecta predicción de la evolución futura de la tasa de interés real que deben enfrentar algunos sectores. En general el problema ocurre cuando un sector se endeuda fuertemente con la expectativa de que el precio de su producto crecerá a una tasa más alta que la tasa de interés de su deuda. Las entidades financieras entran en proceso de liquidación cuando una importante fracción de su cartera activa está signada a sectores con problemas.

Fernández muestra cómo las instituciones financieras comienzan a tener dificultades a partir de 1979 cuando el pasivo de éstas crece más que su activo, situación que se agrava en 1981. Se pregunta, si esta situación comienza en marzo de 1980, qué es lo que permite que dos años más tarde todavía se continúe en un estado de crisis. La respuesta la encuentra en la dinámica de la tasa de interés.

Fernández explica los altos niveles de la tasa real por el régimen de garantía de depósitos y por el alto porcentaje de inmovilización e incobrabilidad en las carteras activas que continuaron con problemas dentro del sistema financiero. Para esto plantea un modelo en el cual la tasa real de interés es la diferencia entre la cartera activa y la cartera pasiva de las entidades financieras, ambas en función de la tasa real de interés y haciendo una división del pasivo entre préstamos libres de riesgo y con riesgo.

La explicación es la siguiente: si el rendimiento de la cartera activa disminuye y no alcanza a cubrir las erogaciones que exige la cartera pasiva, se hace necesario recurrir a un aumento de depósitos para cubrir el déficit de caja. El aumento de depósitos sólo puede hacerse aumentando la tasa real pasiva de interés, pero el aumento de la tasa real pasiva a su vez aumenta el déficit de caja, que, a su vez, requiere que se aumente más la tasa real de interés y así el sistema continúa en forma explosiva.

Para Feldman (1983), con la crisis de principios de 1980 se comienzan a visualizar las contradicciones del plan del 20 de diciembre de 1978. Por un lado los aspectos internos de esas contradicciones tienen que ver con las empresas y las entidades financieras y por otro lado las contradicciones externas se reflejan meses después cuando el plan de pautas comienza a perder credibilidad.

Feldman (1983) al analizar la crisis y partiendo de la base del trabajo de Fernández, llega a una conclusión diferente sobre las causas de la crisis financiera. A diferencia de Fernández que hace hincapié sobre la garantía de depósitos como causa del aumento de la tasa de interés, Feldman considera la crisis como un reflejo que en los meses cercanos a marzo-abril de 1980 se estaba gestando en el sector real de la economía como resultado de la *“creciente incompatibilidad entre las tasas reales de interés y las tasas de beneficios de las empresas que habían contraído un fuerte endeudamiento en pesos”*.

Para Feldman (1983), el “riesgo cambiario” en la formación de la tasa de interés doméstica, cumple un rol central en la crisis financiera. El razonamiento es similar al de Frenkel (1980), la caída de la inflación a fines de 1979 que provoca tasas de interés positivas, sumado a la competencia de bienes importados y la recuperación del salario real estimulan *“una caída de rentabilidad y un aumento en el grado de insolvencia de una amplia gama de empresas de distintos tamaños y sectores”* (Feldman, 1983).

La insolvencia de las empresas causó la inmovilización e incobrabilidad de la cartera de activos de las entidades financieras. En el mismo momento en que aumentaba la cartera de pasivos, este proceso provoca pérdidas de bancos e instituciones financieras que se agravan con la liquidación del B.I.R.

Para Feldman en conclusión, la crisis financiera se vincula a la política de apertura financiera y comercial. *“Las altas tasas de interés, emergentes de la elevada prima de riesgo cambiario, afectaron la rentabilidad de los sectores reales lo que derivó en una creciente insolvencia de las entidades”*.

A partir de este momento es cuando comienza a tener importancia el rol de la garantía de depósitos y el papel del Estado para rescatar las entidades con problemas. Al finalizar junio de 1980 se logró neutralizar el efecto de las corridas de depósitos, *“superándose así la crisis financiera en su situación interna”* (Feldman, 1983). El costo fue el aumento de la demanda de activos externos y la pérdida de credibilidad del programa de pautas. Al igual que Frenkel, Feldman concluye que las autoridades intentan sostener el programa manteniendo el nivel de reservas con endeudamiento externo.

#### La explicación de Martínez de Hoz

Martínez de Hoz, en el libro “Bases para una Argentina moderna” escrito en 1981 luego de que deja su función de Ministro de Economía, ofrece una explicación de por qué se produce la crisis financiera.

Dado que el número de entidades financieras cayó de 725 en junio de 1977 a 468 a fines de 1980, (una reducción del 35%), *“las razones que explican el deficiente comportamiento económico-financiero en las entidades liquidadas o intervenidas están vinculadas con la falta de adaptación en un mercado financiero, que fue objeto de una transformación estructural; al comportamiento irregular o imprudente de algunas entidades, al aprovechamiento irresponsable de la garantía de los depósitos por parte de otros, así como a las dificultades comunes al resto de la Administración Pública para mejorar más rápidamente el régimen de superintendencia de entidades financieras”*.

Para Martínez de Hoz la liberación de las tasas de interés llevó a que, tanto empresas como entidades financieras, se tuvieran que adecuar a un sistema de funcionamiento distinto al vigente durante los treinta años anteriores a la reforma

financiera. Las entidades financieras tuvieron que comenzar a tener en cuenta el factor riesgo crediticio o riesgo de préstamo.

La liberación de tasas de interés tuvo consecuencias negativas sobre *“la situación de muchas empresas carentes de una adecuada estructura de capital, que vieron elevarse en forma drástica sus costos financieros”*. De esta manera muchas empresas que no estaban en condiciones de transformarse o adecuarse a la nueva situación de tasas de interés positivas, y previendo que la situación podría revertirse o que la política no sería mantenida, se endeudaron *“al máximo de sus posibilidades”*. Las entidades financieras que tampoco comprendieron las nuevas reglas o que creyeron en una política de corto plazo, permitieron la *“sobreexpansión crediticia de sus clientes”*.

Martínez de Hoz agrega al elevado costo del dinero, el problema del acortamiento de los plazos de los créditos, para lo cual enumera algunas medidas que se tomaron para tratar de corregir esta circunstancia, como la eliminación del impuesto a los sellos para los créditos de más de un año y su elevación para operaciones de corto plazo, así como la autorización para instrumentar el ajuste de saldos deudores mediante un índice obtenido en base al promedio diario de tasa de interés nominales pasivas de la plaza.

Concluye Martínez de Hoz en que dadas estas circunstancias *“hubiera sido deseable una rápida capitalización de las empresas para que pudieran manejarse con las nuevas reglas de juego, reduciendo su proporción de endeudamiento”*.

El entonces Ministro de Economía, fundamenta la garantía de depósitos como un límite para las bruscas alteraciones de la oferta monetaria y crediticia que se pudieran producir en un sistema de encajes fraccionarios como consecuencia de retiros masivos de depósitos, así como también para proteger a la economía de los efectos perniciosos que esa situación provocaría. Sin embargo, atribuye la falla de este sistema a que muchas entidades no actuaron con responsabilidad *“incurriendo en prácticas crediticias anormales o pagando tasas de interés significativamente más altas que el promedio del mercado con el fin de atraer depósitos, abusando de esta manera del respaldo de la garantía de depósitos”*, a su vez *“el sistema impulsó a que muchos depositantes tendieran a poner el acento en el interés que se les ofrecía más que en la conducta de las entidades financieras”*.

Esto produjo, siempre desde la visión de Martínez de Hoz, dos consecuencias negativas para el sistema: primero un aumento de las tasas pasivas a niveles más altos de los que hubieran correspondido; y segundo obligó a las entidades financieras a elevar las tasas activas, efecto que recaía sobre aquellos beneficiarios de crédito que por su situación estaban dispuestos a pagarlas. *“Se produjo así un círculo vicioso, ya que agravaba la situación del tomador de crédito cuyo endeudamiento se tornaba mucho más oneroso, como la de la entidad financiera cuya cartera de clientes se deterioraba cualitativamente y cuantitativamente. Ante esta situación se fue haciendo más difícil para estas entidades cobrar estos créditos, lo que llevaba a renovarlos para no evidenciar la morosidad de ciertos clientes”*.

De esta forma Martínez de Hoz explica cómo el endeudamiento de las empresas y el hecho de la renovación de los créditos se debió: a la conducta de los tomadores de crédito, al endeudarse más allá de sus posibilidades; y a las entidades, al otorgar préstamos sin tener en cuenta los riesgos. Lo que no explica el ministro es por qué las empresas se encontraron en condiciones de no poder hacer frente a la nueva situación de tasas de interés (lo que algunos autores atribuyen a las consecuencias que la política de pautas cambiarias y la apertura comercial produjeron sobre la rentabilidad de las empresas). De igual manera justifica la garantía de depósitos como un requisito indispensable para la entrada en vigencia del nuevo sistema financiero.

Si se atribuye tanta importancia a la conducta irresponsable de los tomadores de crédito, pero sobre todo de las instituciones, cabría preguntarse qué medidas se tomaron para evitar estas circunstancias, y el ministro sigue defendiendo la garantía de depósitos pero deja caer la culpa sobre el lento proceso con que se produjo la aplicación de los controles que comienzan a regir el 1° de enero de 1981. Para esta fecha, como ya se explicó ya se había llegado a un alto nivel de endeudamiento con motivo de mantener un nivel de reservas que hicieran posible mantener la política cambiaria, es decir para cuando los controles empezarían a operar según el ministro, ya se había producido la fuga de capitales y el endeudamiento mencionados.

### 7.3 Apertura comercial

El Programa de Reforma Arancelaria (PRA), que se implementó junto con el plan de pautas, fue instrumentado mediante la resolución 1634/78 del Ministerio de Economía, dada a conocer en enero de 1979. Luego, algunas resoluciones sobre bienes de capital, completaron y alternaron el PRA que básicamente consistió en una tabla de niveles arancelarios trimestrales programados en forma decreciente entre enero de 1979 y enero de 1984 para siete grupos de bienes.

Los objetivos explícitos del PRA, enunciados en la Resolución 1634/78 fueron: eliminar las distorsiones en la asignación de los recursos y simultáneamente permitir al país *“ingresar con mayor vigor en los mercados mundiales”*, al tiempo que introducir una sana competencia externa a la producción doméstica. Para esto se propusieron los siguientes lineamientos:

- a) mantener durante el período del programa un escalonamiento según el tipo de bienes de acuerdo al siguiente orden:

Programa de Reforma Arancelaria (PRA). Aranceles por grupo de bienes			
Grupo	Bienes	Tarifa Ene./79	Tarifa Ene./84
6	Bienes No Producidos	10	10
5	Productos Básicos Agropecuarios	25	12
4	Productos Básicos No Agropecuarios	39	17
2	Alimentos, Bebidas y Tabaco	45	14
3	Bienes Intermedios	46	21
7	Bienes de Capital	48	23
1	Bienes de Consumo excepto grupo 2	75	35

Fuente: Medina, 1980.

- b) Se establecía un programa de reducciones trimestrales de ritmo creciente para cada grupo de bienes para el período Enero/79-Enero/84.
- a) Los valores de la tabla deberían entenderse como un arancel máximo, quiere decir que si otras normas determinaran un arancel menor prevalecería ese.

- b) La relación entre la tarifa máxima y la mínima de 8.5 a 1 en Enero de 1979, se reduciría a una relación de 4 a 1 en Enero de 1984.
- c) Se encuadraría a cada tipo de bienes dentro de la tabla de modo que ningún bien importado quedara fuera de ella, salvo las excepciones que el programa establecía.

En el comienzo de su gestión, Martínez de Hoz en un discurso del 12 de abril de 1976, apelando a la responsabilidad del empresario decía *“se trata de que el empresario asuma la total responsabilidad de sus costos de producción. Tiene que comenzar por discutirlo él mismo: debe evaluar cuánto le va a costar su materia prima y no aceptar simplemente la imposición que resulte del proceso y entonces trasladarlo a su precio. Debe también racionalizar su propio proceso productivo, disminuir sus costos internos y conseguir la mayor eficiencia operativa. Con todos estos recaudos podrá luego salir con su precio de venta al menor nivel posible, para satisfacer una demanda, que esperamos sea creciente a niveles de precio decrecientes”*. Al igual que en abril de 1976, en la etapa que se inicia a fines de 1978 el ministro apela a la disminución en los precios a través de una disminución de los costos internos.

Asimismo, Martínez de Hoz advierte: *“estoy seguro que los empresarios argentinos sabrán estar a la altura y a los requerimientos de la hora. Pero de la misma manera que manifiesto esto también les digo: Guay de aquel que no entienda la responsabilidad del momento histórico que vivimos, porque no me va a temblar la mano en aplicar los instrumentos que tiene el Estado a su disposición, no para aplicar multas ni las penas consabidas de la ley de abastecimientos, sino medios mucho más efectivos que pondrán en juego las leyes económicas para que, por medio de la política arancelaria o crediticia, a cada empresario que no haya sabido comprender la responsabilidad de la hora, se dé cuenta que le ha resultado un pésimo negocio el no haber estado a la altura de la comunidad empresaria en la cual debe desempeñar su oficio”* (Martínez de Hoz, 1981b).

Estas amenazas vertidas por el ministro, se llevarían a la práctica a partir de 1979 cuando se comienza a aplicar el programa de reforma arancelaria 1979-1984. Este programa de reducción de aranceles se combinaría además con el retraso del tipo de cambio. Como advertía el ministro en ese discurso, los instrumentos fueron, además de la política arancelaria, la política crediticia (que en la práctica significó tasas de interés reales



positivas, y el acceso restringido al crédito para las pequeñas y medianas empresas o aquellas no vinculadas con el poder).

La apertura financiera externa fue diferente de la apertura comercial ya que sus desfases fijaban limitaciones de distinto carácter. La apertura financiera había culminado a fines de 1978 y funcionó sin restricciones a lo largo de 1979 y 1980. No ocurrió lo mismo con la apertura comercial debido al efecto de las barreras arancelarias y extra arancelarias que regían en el país desde hacía tiempo. Esto último y la programación gradual de las reducciones arancelarias postergaron el impacto de la apertura de las importaciones sobre los precios internos de los bienes comercializables internacionalmente hasta bien entrado el año 1980. (Schvarzer, 1986).

En consecuencia los efectos de la apertura financiera se adelantaron a los provenientes de la apertura comercial a lo largo de la primera etapa del periodo analizado; la entrada de divisas agudizó las características de inestabilidad del sistema mientras se estrechaba aún más la relación entre el mercado financiero local y el externo.

En 1979 se registró un continuo ingreso de capitales del exterior acompañado de movimientos mucho más suaves de las importaciones de bienes. En 1980, cuando comenzaron a sentirse los efectos de la apertura comercial, el tipo de cambio estaba considerablemente retrasado<sup>36</sup> en condiciones que dificultaban un ajuste, debido a la influencia de los movimientos financieros con el exterior.

Santo (1987), analiza el orden adecuado de la liberalización de la cuenta corriente y la cuenta capital, *“el problema básico es si conviene liberalizar primero el flujo de bienes y servicios o por el contrario el flujo de capitales, o aún por qué no, liberalizar ambos flujos simultáneamente”*. El punto crucial es que las velocidades de ajuste son diferentes en ambos mercados, y existe consenso en que el mercado de capitales tiende a ajustar y encontrar su equilibrio con mayor rapidez que el de bienes.

Santo (1987), siguiendo a Edwards (1984) analiza desde el punto de vista macroeconómico la estabilidad macroeconómica y movimientos del tipo de cambio real. La apertura de la cuenta capital podría generar flujos desestabilizadores de capital, si la

---

<sup>36</sup> Ver Anexo, Cuadro 9.

apertura se realiza en un contexto en que el mercado financiero doméstico se encuentra reprimido y las tasas de interés se encuentran artificialmente bajas se produciría una importante fuga de capitales. En este sentido *“una condición previa para una apertura exitosa de la cuenta capital es que el mercado financiero se encuentre completamente liberalizado y las tasas de interés a niveles competitivos”*

En el caso de que el mercado financiero se encuentre ya liberalizado, se presume que las tasas de interés domésticas se encontrarán inicialmente por encima de la internacional, (debido a la escasez relativa de capital en la economía doméstica). En este caso la apertura de la cuenta capital generará inicialmente un gran ingreso de capitales al país debido al diferencial de tasas que provocará una apreciación del tipo real de cambio. Por otro lado *“existe bastante consenso en señalar que una liberalización de la cuenta corriente requeriría una depreciación real del tipo de cambio de forma tal de ayudar al sector exportador a expandirse y lograr que la movilización de recursos productivos sea menos dolorosa y más soportable”*.

De lo expuesto anteriormente surge que no deberían abrirse simultáneamente la cuenta corriente y la cuenta capital dados los efectos opuestos que ambas aperturas generan sobre el tipo de cambio real. Como indica Santo (1987), para Frenkel (1982, 1983) dada la diferente velocidad con que el mercado de bienes y el de capitales se ajustan, podría lograrse una sincronización en la estrategia de liberalización, abriendo primero la cuenta corriente y recién luego de cierto tiempo la cuenta capital. Esta sincronización sería necesaria en el sentido de evitar movimientos de recursos productivos entre sectores que luego deberían revertirse una vez que el tipo de cambio modifica su tendencia.

Desde el punto de vista macroeconómico, el interés se centra en los efectos que los distintos órdenes de apertura generan sobre la posibilidad de llevar a cabo con éxito una política de estabilización.

Para Santo (1987) desde este punto de vista, resulta importante contar con el arbitraje internacional de bienes como un aliado en la lucha antiinflacionaria. De esta forma actuaría como un techo para los precios de los bienes comerciables y a través de éstos (vía efectos sustitución en la producción y el consumo) en el nivel de precios de los no transables.

Por eso para este autor es necesario que la cuenta corriente esté lo suficientemente liberalizada como para permitir un efectivo uso del mecanismo de arbitraje, *“este es un aspecto fundamental para que stocks transitorios en la oferta y la demanda de distintos tipos de bienes no adquieran un rol importante en el proceso inflacionario y se constituyan en factores perturbadores en el período de transición”*.

Respecto de la conveniencia o no de la apertura de la cuenta de capital, y en un contexto de tipo de cambio fijo o de paridades deslizantes, con una estrategia antiinflacionaria basada en la reducción de la tasa de devaluación, Santo (1987) considera dos situaciones.

La primera, en el caso ideal en que la política es entendida y creída por todos los agentes económicos y el público actúa racionalmente, esta política permitiría pasar de un equilibrio inflacionario a otro no inflacionario instantáneamente.

La segunda, en el caso de que existan ciertas rigideces en el sistema económico, podrían llevar a una caída de la tasa real de interés y a un “boom” en el sector de bienes no transables, que tendría un efecto contrapuesto con el objetivo de reducción de la inflación vía la disminución en la tasa de devaluación actuando sobre los bienes comercializables.

#### La evaluación de Medina (1980) del plan de apertura de la economía argentina 1979-1984

Este autor señala que el proceso de apertura puede llevarse a cabo en forma gradual o en forma de shock. El gradualismo recomienda reducir el nivel y la dispersión de los aranceles en forma parsimoniosa de manera de permitir una reasignación de los recursos desde los sectores cuya rentabilidad va decayendo hacia los sectores en los que aumenta. De esta manera se evitaría el desempleo que se produciría en los sectores que pierden competitividad.

Cuando se remueven los aranceles a la importación, lo que sucede es que disminuye la demanda por sustitutos de importaciones y aumenta la demanda por los bienes extranjeros. El aumento en la demanda de bienes importados tenderá a aumentar el tipo real de cambio, excepto en el caso extremo en el que el sector exportador tenga oferta perfectamente elástica. El aumento en el tipo real de cambio representa un cambio en el poder de compra de la divisa en relación a los bienes no transados, y este cambio depende del tipo de cambio que se considere.

Si consideramos tipo de cambio fijo, la eliminación de los aranceles permitirá que las importaciones excedan las exportaciones y dará lugar a un déficit en balanza de pagos. Este déficit tiende a disminuir la oferta monetaria doméstica, esto conducirá a una disminución de precios de los no transados que es el objetivo que se pretende alcanzar a través del efecto sustitución en oferta y demanda. *“La eliminación de los aranceles deprime el precio de los bienes no transados a través de dos caminos, por un lado desplaza poder de compra desde los bienes domésticos hacia los extranjeros, y por otro, recursos que son liberados por el sector sustitutivo de importaciones pueden ser incorporados a un menor precio”*. Continúa este autor afirmando que el tipo real de cambio podría aumentar aún en el caso de que el tipo nominal se mantenga constante. Esto podría producir un efecto recesivo aunque éste podría ser evitado si las autoridades monetarias aplican conjuntamente con la reducción de aranceles, una *“devaluación apropiada”*.

Cuando se adopta una política gradual de reducción arancelaria, debe llevarse a cabo un programa de devaluación que evite caer en recesión o desempleo. Para Medina *“dentro de un contexto inflacionario este propósito puede cumplirse cuidando que a cada reducción arancelaria corresponda una tasa de devaluación mayor que la tasa de crecimiento de los precios de los bienes no transados”*. Esto garantizaría que el tipo de cambio se mantenga en un nivel de equilibrio de largo plazo que evite recesión y desempleo.

La política seguida a partir del plan que se anunció el 20 de diciembre de 1978, tiene en cuenta estos dos elementos. Por un lado se propone una reducción gradual de aranceles para el período 1979-1984, y por otro lado el programa de devaluaciones a implementarse a través del plan de pautas.

Como señala Medina lo que se esperaba con la aplicación del Programa de Reforma Arancelaria (PRA) era reforzar el plan de pautas en su objetivo de disminuir la inflación a través de la disminución de precio de los bienes transables. Por un lado, por la participación propia de estos bienes dentro del índice general de precios; y por otro lado, ejerciendo presión sobre el precio de los no transados a través del efecto sustitución tanto en la producción como en el consumo.

La cuestión importante a tener en cuenta es que mientras se producen los efectos sustitución que actuarían como presión sobre el precio de los bienes no transados, y

mientras éstos no respondan a las expectativas de los resultados esperados, lo que se produciría es una disminución de los precios relativos de los bienes transados en relación a los no transados. Este es el fenómeno del “atraso cambiario”, analizado anteriormente.

El conflicto que se produce entre el plan de reducción de aranceles y el plan de pautas es que: mientras el primero tiende a elevar el tipo de cambio real, el plan de pautas (si no se correspondía con los aumentos de precios de los bienes no transados) tendría el efecto contrario sobre el tipo real de cambio. Podría darse la situación como señala Medina de que el segundo efecto compense e incluso sobrepase el efecto de la reducción de aranceles.

## 8. Consecuencias de la aplicación del Enfoque Monetario de Balanza de Pagos

Diversos autores han analizado las consecuencias que tuvo el programa anunciado el 20 de diciembre de 1978 que tuvo como sustento teórico el Enfoque Monetario de Balanza de Pagos.

Schvarzer (1986), considera que el costo de la transición estuvo dado por:

- La emisión masiva de dinero.
- La evaporación de las reservas de divisas.
- La creación de una gigantesca deuda externa
- Los condicionamientos por el futuro empresario.
- La socialización del despilfarro.

### 8.1 Desindustrialización

Rapoport (2000) analiza los cambios en el sector productivo de acuerdo a su forma de financiamiento dadas las modificaciones que se produjeron a partir de la reforma financiera en 1977 y que se intensificaron en el período 1979-1981. El cambio en la forma de financiamiento tiene que ver con la modificación de la tasa de interés real, a diferencia del período anterior a la dictadura militar, el de sustitución de importaciones, como ya se señaló ésta tasa era negativa y controlada por el Estado. A partir de 1977 esta situación se modifica y la tasa de interés real se torna positiva. *“Esta modificación provoca una transferencia de recursos desde la industria hacia las actividades financieras. Por otro lado el acceso al crédito variaba de acuerdo con la calificación crediticia de las diferentes empresas”*. (Rapoport, 2000).

A partir de 1979, el retraso cambiario como efecto de las políticas implementadas, estimulaba una futura modificación del plan de pautas introduciendo un factor de riesgo que aumentaba la tasa de interés, impidiendo la convergencia de tasas de interés interna y externa, lo cual produjo diversos efectos:

- Limitaba la inversión productiva a proyectos con una tasa de ganancia esperada extraordinariamente alta.
- Desviaba recursos del sector productivo a la especulación financiera.

- Imponía una diferenciación en la financiación de proyectos de inversión de acuerdo a al tipo y tamaño de las empresas. Las pequeñas y medianas empresas no tenían en general acceso al crédito internacional como las grandes empresas. Esto provocaba modificaciones en la competitividad como consecuencia directa de las modificaciones macroeconómicas que producía la política económica, y que no se relacionaban con la eficiencia de cada empresa.
- El diferencial de tasas interna y externa estimulaba la entrada de capitales especulativos de corto plazo que “*en lugar de fortalecer las estructuras productivas internas, alimentaban la valorización financiera de carácter cortoplacista*”. (Rapoport, 2000). Además esto realimenta el circuito al aumentar aún más el riesgo de una devaluación “*perpetuando un mecanismo perverso de destrucción del aparato productivo y especulación financiera, mientras se generaba una pesada deuda externa*”. (Rapoport, 2000).

## 8.2 Deuda externa

Una de las principales consecuencias que produjo la implementación del programa estudiado tiene que ver con el alto nivel de endeudamiento externo que tuvo lugar en el período analizado, diciembre de 1978-marzo de 1981.

El tema de la deuda externa ha sido ampliamente tratado desde diversos enfoques. Dejando de lado algunos aspectos importantes, sobre los que se podría analizar el tema de la Deuda Externa: como las consecuencias sociales que este tema trae aparejado; la capacidad de maniobra de los futuros gobiernos; la dependencia de la economía Argentina atada al pago de la deuda o de los intereses de ésta al menos; etc.; este apartado se centra en mostrar cómo la evolución de la deuda externa en este período, estuvo directamente relacionada con la implementación del programa y fue uno de los ejes fundamentales para el sostenimiento de éste, dado que, fundamentalmente a través del endeudamiento público externo se lograba el sostenimiento de un nivel de reservas exteriores para sostener el tipo de cambio fijo que se anunciaba.

### La relación entre deuda externa y reservas internacionales

En el inicio del gobierno militar, en marzo de 1976, las reservas internacionales rondaban los 620 millones de dólares, de los cuales un 35 por ciento se hallaban colocados a interés. Al año siguiente se triplicaron; en 1977 se multiplicaron por siete; y en 1979 alcanzaron los 10.500 millones de dólares, lo que representaba unas 20 veces el importe de las reservas existentes al inicio del gobierno militar.

Como señala Alejandro Olmos (1990) en su libro “Deuda externa, todo lo que usted siempre quiso saber y siempre se lo ocultaron”, el incremento de reservas internacionales fue una de las principales preocupaciones del gobierno y para ello se concertaron préstamos con bancos del exterior que llevaron al país a un endeudamiento de gran magnitud. *“Los fondos obtenidos en tales préstamos no se aplicaron a inversiones, ni para atender el pago de compras u obligaciones. Gran parte de esos fondos fueron destinados a acumular reservas y de esas reservas casi un 90 % se colocó a plazo fijo también en el exterior”*. Además Olmos advierte que por los depósitos colocados a plazo fijo se percibía una tasa



menor que aquélla por la cual habían sido tomados, con lo cual el Estado perdía en cada colocación la diferencia entre las tasas que pagaba y cobraba<sup>37</sup>.

En el informe de los peritos del Tribunal consta que el incremento de las reservas internacionales y el de las colocaciones de divisas en el exterior, durante el período 1976-1978 *“es correlativo con el aumento de la deuda externa”*. Por otro lado *“en 1979 se registró un nivel excesivo en tales reservas, que lleva a determinar un monto notoriamente exagerado y perjudicial en las colocaciones en el exterior. Basta señalar que el 83% de las reservas fueron colocadas en dicho año 1979 en instituciones bancarias radicadas fuera del país”*.

En relación al aumento vertiginoso y paralelo de las reservas internacionales y la deuda externa, Olmos transcribe la explicación de Martínez de Hoz en su declaración en el juicio por la Deuda Externa. El ex ministro explicaba que a raíz del crecimiento vertical de los precios del petróleo, los países exportadores (especialmente los de Medio Oriente) se encontraron con la enorme masa de recursos y con la consiguiente necesidad de proceder a su inversión. *“Esa fue la gran oportunidad –declaraba Martínez de Hoz- para los países de desarrollo intermedio (como Argentina). La gran confianza que suscitó nuestro país en el mundo internacional como consecuencia de la nueva situación política (gobierno militar del proceso), hizo posible, según Martínez de Hoz, que se accediera al crédito financiero exterior en momentos de gran afluencia de divisas por el boom petrolero”*.

Como señala Olmos, para Martínez de Hoz los fondos que se destinaron a acumular reservas se tomaron en préstamo aprovechando una oportunidad de oferta, y no porque el país lo necesitara, respondiendo además a una presión de la banca internacional para que los países se endeudaran ante la necesidad de éstos de colocar la masa de divisas provenientes del negocio petrolero.

### El endeudamiento público

Con respecto al endeudamiento público, se fijaba un cronograma para las empresas públicas mediante el cual se tomaban créditos en nombre de éstas de acuerdo a los

---

<sup>37</sup> Olmos muestra en su libro un informe de los peritos designados por el juzgado encargado de investigar la deuda externa, en él se muestran algunos casos puntuales de cómo se colocaban fondos a una tasa menor a la cual se los tomaba y cómo se colocaban fondos en bancos que pagaban intereses menores que otros bancos en la misma fecha.

requerimientos de divisas del Banco Central. Los dólares ingresados quedaban en poder del Banco Central y se entregaba el equivalente en pesos a la empresa endeudada. En el caso de YPF, las autoridades económicas *“decidieron el endeudamiento externo de la misma, sin que las divisas obtenidas se destinaran a atender sus necesidades financieras en moneda extranjera. Tales divisas fueron volcadas al mercado de cambios para favorecer la política de apertura de la economía... Ello significó, entonces, desviar los fondos externos del presunto destino que motivó la concertación de las operaciones de endeudamiento”*. (Olmos, 1990). Esta situación se repite en Agua y Energía y en las restantes empresas públicas.

Basualdo (2006) compara las variaciones, de la deuda externa pública, la deuda externa privada y la renta financiera (tasa de interés interna nominal menos el costo en pesos del endeudamiento externo). Sostiene que la variación de la deuda externa privada estuvo en función de la tasa de renta financiera, excepto en los períodos de crisis de la economía real, como sucedió en el tercer trimestre de 1980. Además la variación de la deuda externa pública tuvo una relación inversa con la tasa de renta financiera y en contraposición con la variación de la privada. Basualdo concluye así en que *“la deuda externa estatal operó como una variable anticíclica en el sector externo para intentar compensar el comportamiento inverso del endeudamiento del sector privado”*.

A lo largo de 1979 y hasta el primer trimestre de 1980, la deuda externa superó la salida de capitales al exterior, pero esta situación se invirtió a partir del segundo trimestre de 1980, definiendo un proceso en el cual la salida de capitales (aún contabilizando la repatriación de recursos) superó largamente la entrada de capitales derivada del endeudamiento externo total. Por esta razón si afines de 1979 se había llegado a un récord de reservas de allí en adelante estas disminuyeron aceleradamente, en un contexto en el que también disminuía el superávit de Balanza Comercial.

Es decir la fuga de capitales locales originada en la valorización financiera superó con creces la entrada de capitales relacionados con la deuda externa, afectando el nivel de reservas disponibles, y señalando de esta manera, la inviabilidad de la política económica iniciada en 1979. Por lo tanto, no sólo el flujo de divisas que percibió el Estado a partir del endeudamiento externo de las empresas públicas y la Administración Central, sino también el stock de esas divisas (las disponibles en el Banco Central) estuvieron en función de la

evolución del endeudamiento externo privado y de la transferencia de recursos locales al exterior, provenientes de la valorización financiera a partir de la diferencia entre la tasa de interés interna (la que se cobra) y el costo en pesos del endeudamiento externo (la que se paga).

#### La justificación de Martínez de Hoz a la Deuda Externa

Con respecto al crédito externo considera, que la evolución favorable de la confianza internacional en la situación económica argentina se reflejó claramente en un flujo sostenido de ingreso de créditos del exterior, obteniéndose gradualmente los mejores términos y condiciones de financiación. Este logro constituyó un apoyo sustancial para el esfuerzo de inversión que debía ejecutarse para la transformación económica de la Nación.

El prestigio del crédito externo argentino ha permitido financiar la conclusión de obras de la dimensión del complejo Zárate-Brazo Largo o del dique de Salto Grande y comenzar con financiación asegurada obras como Yaciretá.

Durante el período 1976-1980, la deuda externa Argentina neta creció en términos absolutos al volverse posible nuevamente la utilización de créditos del exterior. A pesar de este crecimiento y para demostrar que no fue desmedido, paralelamente decreció en relación con el producto bruto y con la capacidad de pagos del país por ingresos de exportaciones.

En cuanto a la deuda externa, sostiene que el crecimiento de ésta en términos absolutos se evidencia en todas las series disponibles. Sin embargo, la publicada habitualmente en el país, que surge de encuestas rutinarias realizadas por el Banco Central de la República Argentina, contiene diferencias metodológicas que no permiten una simple y estricta comparación entre su monto al 31-12-75 y al final de 1980.

La deuda externa a principios de 1976 resulta subestimada si se la compara con los resultados de encuestas realizadas a partir de 1978, porque desde esta última fecha el Banco Central amplió los conceptos encuestados incorporando toda la deuda a menos de un año de plazo, incluso la comercial y la contable entre subsidiarias en el país de empresas internacionales y sus casas matrices.

Por otro lado la deuda hacia fines de 1980 incluye declaraciones de créditos ya cancelados pero no informados como tales por el Banco Central. Según estimaciones

oficiales de septiembre de 1981, la sobreestimación resultante llega a los 4.000 millones de dólares.

<b>Deuda externa por países recopilada por el Banco Internacional de Ajuste (BIS)</b>					
<b>Miles de millones de dólares</b>					
<b>País/Zona</b>	<b>Fecha</b>				
	<b>31/12/1978</b>	<b>30/06/1979</b>	<b>31/12/1979</b>	<b>30/06/1980</b>	<b>31/12/1981</b>
<b>Latinoamérica</b>	97.1	109.7	129.0	140.0	162.9
<b>Argentina</b>	7.0	10.6	13.4	17.3	19.9
<b>Brasil</b>	32.9	35.7	38.6	40.9	45.6
<b>México</b>	23.3	25.8	30.9	34.7	42.5
<b>Venezuela</b>	14.0	16.6	20.8	20.8	24.3

Fuente: Martínez de Hoz, 1981b.

El cuadro anterior refleja el rápido crecimiento en términos absolutos de la deuda externa argentina. El observado en 1979 está relacionado con la financiación de necesidades de equipamiento extraordinarias, mientras que el de 1980 se concentra en créditos a corto plazo al sector y refleja el alza importante de los intereses en dólares que, recién a fines de 1981, se empieza a revertir.

En conclusión, aún incorporando la deuda privada, lo que no es de práctica usual en las estadísticas internacionales, se mantiene una relación de la deuda total con el Producto Bruto Nacional sustancialmente menor que la observable en la actualidad en el concierto de países deudores.

Rodríguez (1986) analizando el considerable aumento que la Deuda Externa tuvo, sobre todo en el período 1979-1981, señala que gran parte de ese aumento debe buscarse en la operatoria de los mercados financieros, a través de los cuales parte importante de la deuda resultó financiando una salida de capitales. Rodríguez se pregunta, si los argentinos no se endeudaron para importar, entonces a que se debió este aumento; y además por qué la banca internacional aceptó septuplicar el crédito a un país como Argentina que tradicionalmente había mantenido una senda constante con respecto a la relación Deuda Bruta/Exportaciones.

Buscando las causas que dieron origen a la deuda, este autor señala a dos agentes principales. Por un lado el Estado, que incentivó el endeudamiento de sus empresas públicas en moneda extranjera para adquirir activos en moneda local. Luego, a través de las sucesivas devaluaciones que se produjeron, los activos en moneda local perdieron su valor pero no así la deuda contraída por el Estado. El otro agente considerado, es la comunidad financiera internacional, que basándose en el aval del Estado, prestó al país sumas que excedieron la capacidad de repago del país y del Estado.

Este autor señala que la deuda no hubiera existido en niveles tan significativos si el Estado no la hubiera generado, directamente o avalándola; y por otro lado las cifras oficiales indican que la deuda externa argentina no fue totalmente dilapidada en importaciones como parecía ser la creencia general.<sup>38</sup> Durante el período de mayor incremento de la deuda (1978-1981), el superávit comercial acumulado fue de 858 millones de dólares, lo cual implica que el país exportó más de lo que importó, con lo cual muestra que la deuda no se usó para financiar las importaciones<sup>39</sup>.

Después del repaso de la Teoría de Balanza de Pagos señala *“si dentro de un mismo país un individuo tiene una gran deuda en divisas y otro tiene un monto similar de activos externos, el país como un todo no tiene un problema de endeudamiento, pero sí puede enfrentar dificultades de pago si es que no es posible transferir los recursos externos entre el acreedor y el deudor”*.

En el caso argentino el principal deudor es el Estado quien además es el dueño de las reservas internacionales. De esta forma una primera aproximación de la deuda neta resultaría de restar las reservas a la deuda bruta. Por otro lado no se puede hacer un cálculo restando los activos externos que poseen los argentinos, además de las reservas internacionales, ya que éstos activos no fueron declarados. Teniendo en cuenta esto, Rodríguez realiza una estimación de los activos externos, bajo el supuesto de que todo incremento de deuda bruta que no se utilizó para incrementar Reservas o financiar déficits de Cuenta Corriente, debió ser acumulado en forma de activos externos.

---

<sup>38</sup> Ver Anexo, Cuadro 16.

<sup>39</sup> En este análisis no se incluyen las importaciones no declaradas, que de igual manera podrían estar asociadas a la compra de armamento en forma ilegal. Tampoco se tienen en cuenta los gastos de turismo no contabilizados por considerarlos poco relevantes.

*“Los números demuestran que el incremento de la Deuda Bruta no se utilizó totalmente para financiar importaciones o caída de exportaciones ya que la verdadera deuda neta estimada de los argentinos se incrementó en un monto del orden de sólo un tercio de lo que lo hizo la deuda bruta. Lo que en realidad ocurrió fue que un sector del país se endeudó en divisas en tanto que otro sector se dedicó a acumularlas. Un sector creyó que el crédito externo erra barato y otro que la situación era insostenible y el dólar habría de subir de precio. A partir de 1976 y especialmente en 1978-1980 el país experimentó altísimas tasas de retorno en dólares sobre las inversiones en pesos. Las tasas eran altas precisamente porque el mercado esperaba un cambio en el valor de la divisa”.*

Para Rodríguez, al igual que Basualdo, la conclusión a la que indefectiblemente se llega, es que el Estado se quedó con las deudas y empresas o agentes del sector privado se quedaron con los dólares.

El mecanismo fue el siguiente, un individuo tomaba un crédito en dólares en el exterior a una tasa determinada, que resultaba menor a la de endeudarse en dólares en el país. Ingresaba los dólares al país, y por la convertibilidad vigente los cambiaba a pesos. Esos pesos los colocaba en el sistema financiero interno a una tasa en dólares superior a la que esos dólares habían sido obtenidos. Vencido el plazo, la persona cobraba su préstamo del mercado interno, y por la misma convertibilidad cambiaba los pesos por dólares. La suma final de dólares obviamente era superior a la inicial; y teniendo en cuenta la fuga de capitales que se produjo, el Estado se convierte en el responsable de ésta al garantizar que este mecanismo recién descripto fuera posible.

El Estado financió la fuga de capitales al sostener una tasa de interés interna superior a la externa<sup>40</sup> y por ser quien proporcionaba las divisas necesarias sosteniendo el tipo de cambio establecido por las pautas, y lo hacía manteniendo un elevado nivel de reservas externas fundamentalmente a través del endeudamiento externo. Además Rodríguez señala que el sector que se endeudó en pesos y se quedó con los dólares en su poder, preveía (acertadamente) que la situación no podría ser sostenida por mucho tiempo.

---

<sup>40</sup> La política estatal actuó sobre la tasa nominal de interés mediante tres vías, la primera fue la tendencia a elevarla por su endeudamiento en el mercado interno; la segunda fue la influencia ejercida por la garantía estatal de los depósitos; la tercera fue cómo operaron indirectamente en el mismo sentido el déficit en la Balanza Comercial y el recambio de autoridades del gobierno militar, pautado para el primer trimestre de 1981. (Basualdo, 2006).

Si la situación cambiaba, y el Estado modificaba el tipo de cambio (devaluando), éstos agentes se beneficiarían al aumentar el valor de sus activos (los dólares), y al disminuir el valor de sus pasivos (en pesos).

Otra de las alternativas que describe Rodríguez para explicar la fuga de capitales es la del autopréstamo por parte de los acreedores privados. En este caso el individuo tomaba un crédito en el exterior que registraba en el Banco Central, luego seguía el mecanismo descrito anteriormente.

La diferencia fundamental radicaba en que el individuo cancelaba su deuda en el exterior (con los dólares obtenidos en el mercado interno) sin dar aviso al Banco Central, esto era posible gracias a la complicidad del banco extranjero, de esta forma el acreedor mantenía una deuda (inexistente) registrada en el Banco Central.

El circuito concluiría cuando el acreedor privado no hiciera frente a su deuda con el banco exterior, y siendo el Estado el garante de última instancia, pagaría la deuda generada por el sector privado con la emisión de títulos de deuda pública, con lo cual el sector privado además de los beneficios obtenidos por la diferencia en las tasas de interés cobraría en el futuro los dividendos de los títulos con los que el Estado le pagaba al banco extranjero.

## 9. Conclusión

Analizando los resultados obtenidos, de acuerdo a lo planteado por las autoridades económicas en el programa presentado el 20 de diciembre de 1978, se concluye que no se alcanzaron objetivos tales como: disminuir el ritmo inflacionario; promover una economía de producción sobre bases sólidas; o insertar a la Argentina en la economía mundial.

Si se analiza teniendo en cuenta el objetivo de largo plazo de la dictadura, que consistió en reformar las bases o la estructura económica de nuestro país, y logrando además que esas modificaciones fueran irreversibles, puede concluirse que este objetivo fue alcanzado y a través de la modificación del modelo de sustitución de importaciones (1930-1976), y del andamiaje social del mismo sentando las bases para una economía basada en la especulación financiera.

La teoría del Enfoque Monetario de Balanza de Pagos plantea los supuestos de apertura en la cuenta corriente y en la cuenta capital. La cuenta capital se encontraba prácticamente como la teoría plantea, pero no se dio el mismo caso para la cuenta corriente. Ésta se aplicó en forma asimétrica con la apertura de la cuenta capital y no llegó a aplicarse en forma total, ya que el Programa de Reforma Arancelaria se planteaba para el período 1979-1984, y además se combinó con otros dos efectos, el retraso en el tipo de cambio y las altas tasas de interés internas.

Tres aspectos importantes a tener en cuenta a la hora de evaluar el programa son: el retraso en el tipo real de cambio, las consecuencias de la reforma arancelaria y las altas tasas de interés internas. Estos tres puntos se relacionan de manera directa con la aplicación del programa anunciado el 20 de diciembre de 1978.

En el primer caso, el retraso en el tipo de cambio derivaba de la aplicación del plan de pautas, que implicaba una devaluación que, sumada a la inflación externa resultaba menor a la tasa de inflación interna. Siguiendo la teoría del Enfoque Monetario de Balanza de Pagos, y en particular la Teoría de la paridad de poder de compra, se esperaba que con la aplicación del programa, los precios internos se redujeran en forma gradual hasta igualar la suma del aumento de los precios en el exterior más la tasa de devaluación, de esta forma se alcanzaría la convergencia de precios internos con los internacionales. Esta convergencia de precios no se produjo, con lo cual teniendo en cuenta que se siguió respetando el plan de



pautas de devaluación, el resultado fue el retraso del tipo real de cambio, debido a que el aumento de los precios de los bienes comerciados con el exterior fue menor al que se observó en los bienes no comerciados.

Las causas por las cuales no se produjo la convergencia de precios, fue analizada de acuerdo a las explicaciones brindadas por distintos autores, así como también las explicaciones dadas por la autoridad económica, es decir el entonces ministro de economía Martínez de Hoz. Las causas principales respondieron al no cumplimiento en Argentina de uno de los supuestos principales del Enfoque Monetario de Balanza de Pagos, la Teoría de la paridad del poder de compra. No se cumplía el supuesto de que los bienes fueran homogéneos y transados libremente con el exterior, por lo menos no se cumplía para una proporción importante de bienes en el total de la economía. Por este motivo la incidencia que se esperaba tener en pos de disminuir la tasa de inflación sólo tenía efecto para los bienes comerciados con el exterior, y dado que éstos no representaban un gran porcentaje, la disminución de precios en estos bienes no logró influir en la tasa de inflación de toda la economía.

Si bien las autoridades económicas esperaban que la disminución de precios en el sector de los bienes comerciados, así como también la competencia externa provocada por la apertura comercial, hicieran disminuir los precios de los bienes no comerciados, esto no se produjo debido a las rigideces de la economía argentina en el sector de los bienes no comerciados; la demora de los efectos esperados de la apertura comercial; la incidencia del gasto público en este sector, impidiendo la disminución de precios por una menor demanda; las consecuencias de la reforma financiera en la forma de financiamiento de las empresas y las expectativas de éstas a que la política de tipo de cambio pautado se modificaría antes de lo previsto.

La reforma arancelaria no logró producir los efectos buscados en cuanto al objetivo de la apertura comercial, que actuaría además como factor determinante en la reducción de la inflación a través de dos caminos. Por un lado, dado que los precios de los bienes comerciados con el exterior disminuirían por la reducción de aranceles y por la disminución en la tasa de devaluación, se esperaba que la tasa de inflación disminuya por la participación de éstos en el total de la oferta global. Por otro lado la apertura comercial

actuaría como un freno de los precios internos por efecto sustitución entre los bienes comerciados y no comerciados con el exterior.

De esta forma la apertura comercial combinada con los efectos mencionados produjo profundas transformaciones en el interior del sistema productivo de la Argentina. Este proceso tuvo consecuencias distintas de acuerdo al sector productivo que se considere y al tamaño de las empresas consideradas en cada sector.

Las tasas de interés internas que fueron superiores a la externa, o teniendo en cuenta lo planteado por la teoría, el diferencial entre la tasa de interés interna superaba la suma de la inflación externa más la tasa de devaluación. En este sentido la convergencia de tasas, al igual que en el caso de la tasa de inflación, no se logró. Este diferencial de tasas, promovido y sostenido por el estado y en relación directa a la aplicación del programa estudiado, produjo los efectos recién mencionados sobre el sistema productivo, pero además este diferencial fue aprovechado por los grandes grupos económicos nacionales y extranjeros con acceso al crédito internacional.

El Estado al sostener el diferencial de las tasas de interés, fundamentalmente a través de endeudamiento externo financió la fuga de capitales que estos grupos económicos llevaron a cabo. En este sentido y como consecuencia de la aplicación del programa, se beneficiaron aquellos que se enriquecieron a través de la especulación financiera, y por otro lado el estado argentino contrajo un masivo endeudamiento externo que posibilitó las condiciones para que este mecanismo fuera posible.

Las dos principales consecuencias que se estudian, como son: la deuda externa (o dicho de otro modo, el origen del masivo endeudamiento de Argentina); y el proceso de desindustrialización (o en otros términos, la orientación que tomaron las empresas del sector productivo y los cambios cualitativos y cuantitativos que se produjeron en el interior del sector industrial), no hubieran sido posibles sin la garantía que significó las políticas implementadas en este período.

La nueva estructura económica no responde ya a la actividad productiva como en el modelo anterior, sino que se orienta a la especulación financiera. El presente trabajo muestra cómo a través de las políticas implementadas entre diciembre de 1978 y marzo de 1981, se proporcionó desde el Estado, el sustento político y el marco económico para que estas transformaciones fueran posibles.

## 10. Bibliografía

ASPIAZU, D; BASUALDO, E; KHAVIASE, M. 1986. El nuevo poder económico en la Argentina de los años 80. Buenos Aires: Legasa.

BASUALDO, Eduardo M. 1999. Acerca de la naturaleza de la deuda externa y la definición de una estrategia política. Buenos Aires: La Página.

BASUALDO, Eduardo M. 2006. Estudios de historia económica argentina: desde mediados del siglo XX a la actualidad. Buenos Aires: Siglo XXI.

CANITROT, Adolfo. 1980. La disciplina como objetivo de la política económica. Un ensayo sobre el programa económico del gobierno argentino desde 1976, en *Desarrollo Económico*, vol. 19, N° 76. Buenos Aires: Instituto de Desarrollo Económico y Social (IDES).

CANITROT, Adolfo. 1981. Teoría y práctica del liberalismo. Política antiinflacionaria y apertura económica en la Argentina, 1976-1981, en *Desarrollo Económico*, vol. 21, N° 82. Buenos Aires: Instituto de Desarrollo Económico y Social (IDES).

CIVETTA, Andrés Martín. 2002. Desarrollo económico en los diferentes modelos productivos desde 1880 hasta 2001 en la República Argentina. Mar del Plata: Tesis de grado Licenciado en Economía, Facultad de Ciencias Económicas y Sociales, Universidad Nacional de Mar del Plata.

CONGRESO DE LA NACIÓN ARGENTINA, DIRECCIÓN DE INFORMACIÓN PARLAMENTARIA. 1980. Proceso de reorganización Nacional, iniciado el 24 de marzo de 1976. Buenos Aires: Serie Leyes Nacionales.

DAMILL, Mario; FANELLI, José María; FRENKEL, Roberto; ROZENWURCEL, Guillermo. 1988. Las relaciones financieras en la economía argentina. Buenos Aires: Instituto de Desarrollo Económico y Social (IDES).

DELLA COSTA, Daniel. 1981. Economía en serio y en broma. Buenos Aires: Ediciones de palma.

DE PABLO, Juan Carlos. 1983. El enfoque monetario de la balanza de pagos en la Argentina: análisis del programa del 20 de diciembre de 1978, en *El Trimestre Económico*, vol. L (2), N° 198.

DORNBUSCH, Rudiger. 1982. Políticas de estabilización en los países en desarrollo: ¿qué es lo que hemos aprendido?, en *Desarrollo económico*, vol.22, N°86. Buenos Aires: Instituto de Desarrollo Económico y Social (IDES).

FELDMAN, Ernesto, H. 1983. La crisis financiera Argentina 1980-1982, algunos comentarios, en *Desarrollo económico*, vol. 23, N°91. Buenos Aires: Instituto de Desarrollo Económico y Social (IDES).

FERNANDEZ, Roque B. 1983. La crisis financiera argentina: 1980-1982, en *Desarrollo Económico*, vol. 23, N° 89. Buenos Aires: Instituto de Desarrollo Económico y Social (IDES).

FERRER, Aldo. 1979. El retorno del liberalismo: reflexiones sobre la política económica vigente en la Argentina, en *Desarrollo Económico*, vol. 18, N° 72. Buenos Aires: Instituto de Desarrollo Económico y Social (IDES).

FERRER, Aldo. 1995. Los ciclos económicos en la Argentina: del modelo primario exportador al sistema de hegemonía financiera, en *América Latina hoy revista de Ciencias Sociales*, N° 11-12.

GARCÍA, Valeriano; SAIEH; Álvaro. 1985. Dinero, precios y política monetaria. Buenos Aires: Macchi.

GARCÍA POZO, Alejandro F. El sistema monetario internacional, en *Elementos de estructura económica mundial*.

KRUGMAN, Paul R.; OBSTFELD, Maurice. 1995. Economía internacional, teoría y política. Madrid: McGraw-Hill.

MARTINEZ DE HOZ, José Alfredo. 1981a. Bases para una argentina moderna 1976-80. Buenos Aires: compañía impresora Argentina.

MARTINEZ DE HOZ, José Alfredo. 1981b. Memorias del ministerio de economía 29-3-76 a 29-3-81. Publicada en cinco tomos como Anexo al Boletín Semanal, edición del 27-4-81.

MEDINA, Juan Jorge. 1980. Evaluación del plan de apertura de la economía argentina 1979-1984. Buenos Aires: Centro de estudios macroeconómicos de Argentina (CEMA), documento de trabajo N° 15.

MELLER, Patricio. 1989. Revisión de los enfoques teóricos sobre ajuste externo y su relevancia para América Latina, en *Políticas macroeconómicas y brecha externa: América Latina en los años ochenta- Proyecto CEPAL*. Holanda: CEPAL.

MORALES GALLEGO, Sebastián; SANJUÁN SOLIS, Jesús Carlos. La deuda externa de los países menos desarrollados, en *Elementos de estructura económica mundial*.

NOCHTEFF, Hugo. 1994. Los senderos perdidos del desarrollo. Elite económica y restricciones al desarrollo en la Argentina, en ASPIAZU, D.; NOCHEFF, H. *El desarrollo ausente*.

OLMOS, Alejandro. 1990. Todo lo que usted quiso saber sobre la deuda externa y siempre se lo ocultaron. Buenos Aires: Editorial de los Argentinos.

PALACIO DEHEZA, Carlos. 1981. El plan de Martínez de Hoz y la economía argentina. Buenos Aires: Corregidor.

RAPOPORT, Mario. 2000. Historia política, económica y social de la Argentina 1880-2000. Buenos Aires: Macchi.

ROCK, David. 1995. Argentina 1516-1987. Desde la colonización española hasta Raúl Alfonsín. Buenos Aires: Alianza Singular.

RODRÍGUEZ, Carlos Alfredo; SJAASTAD, Larry.1979. *El atraso cambiario: ¿mito realidad?* Buenos Aires: Centro de estudios macroeconómicos de Argentina (CEMA), documento de trabajo N° 2.

RODRÍGUEZ, Carlos Alfredo.1979a. *Algunas consideraciones teóricas sobre la estabilidad de reglas alternativas de política cambiaria*. Buenos Aires: Centro de estudios macroeconómicos de Argentina (CEMA), documento de trabajo N° 4.

RODRÍGUEZ, Carlos Alfredo.1979b. *El plan Argentino de estabilización del 20 de diciembre*. Buenos Aires: Centro de estudios macroeconómicos de Argentina (CEMA), documento de trabajo N° 5.

RODRÍGUEZ, Carlos Alfredo.1982. Política de Estabilización en la economía argentina 1978-1982, en Banco Central de la Republica del Paraguay, *Conferencia sobre Políticas de Estabilización*. Asunción 17-20 oct.

RODRÍGUEZ, Carlos Alfredo.1986. *La deuda externa argentina*. Buenos Aires: Centro de estudios macroeconómicos de Argentina (CEMA), documento de trabajo N° 54.

SANTOS, Michele. 1987. Algunas reflexiones sobre las políticas de estabilización y liberalización en el cono sur de fines de los 70, en Banco Central de la Republica Argentina, *IX Jornada de Economía monetaria y sector externo*. Buenos Aires 23-24 abr.

SCHVARZER, Jorge. 1986. La Política Económica de Martínez de Hoz. Buenos Aires: Hyspamérica Ediciones Argentinas.

SOURROUILLE, Juan V; KOSACOF, Bernardo P.; LUNCAGELI, Jorge.1985. Transnacionalización y política económica en la argentina. Buenos Aires: Centro editor de América Central.

WALSH, Rodolfo. 1977. *Carta abierta a la junta militar*. Buenos Aires.

## **11. Anexos. Cuadros y gráficos.**



Cuadro 1

Tasas de inflación interna y externa, 1979-1980							
Años	Trimestres	Indice de precios al consumidor	Indice de precios mayoristas	Tasa de devaluación	Inflación internacional	Diferencias	
		IPC (1)	IPM (2)	$\dot{e}$ (3)	$\pi^*$ (4)	$\Delta 1$ (1-3-4)	$\Delta 2$ (2-3-4)
1979	I	32,1	27,3	15,4	1,9	12,2	8,5
	II	24,3	26	13,8	2	7,1	8,5
	III	28,1	31,8	11,7	2,3	12,2	15,4
	IV	18,4	12,6	10,1	2,5	4,9	-0,3
1980	I	18,5	11,6	8,3	2,9	6,3	0,2
	II	18,6	14,5	6,2	3	8,4	4,7
	III	14,7	12,9	4,2	2,8	7,1	5,4
	IV	16,9	9,1	1,2	2,7	12,4	4,9

Fuente: Canitrot, 1981.

Gráfico 1

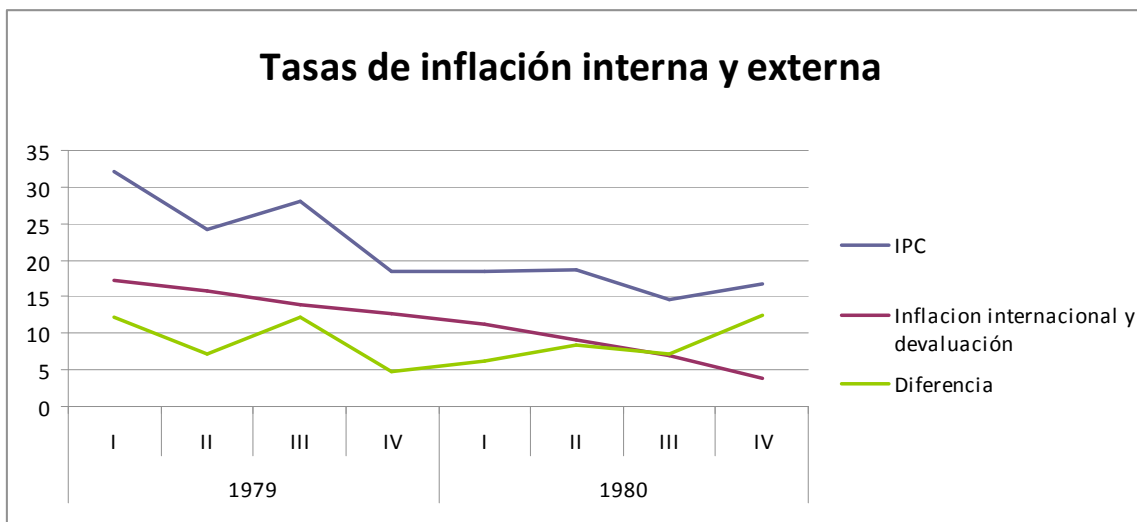
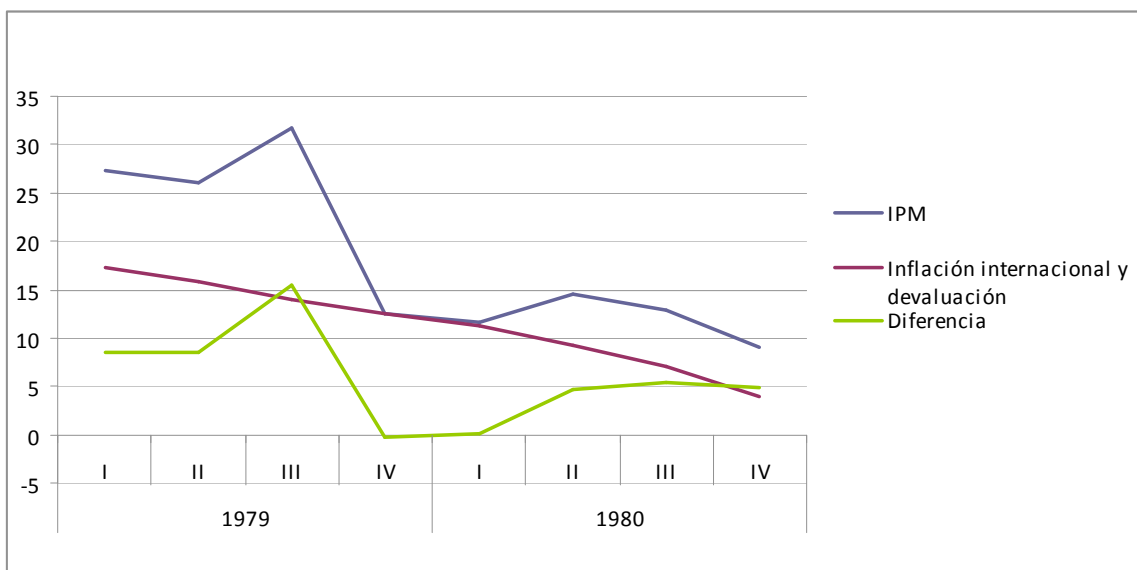


Gráfico 2

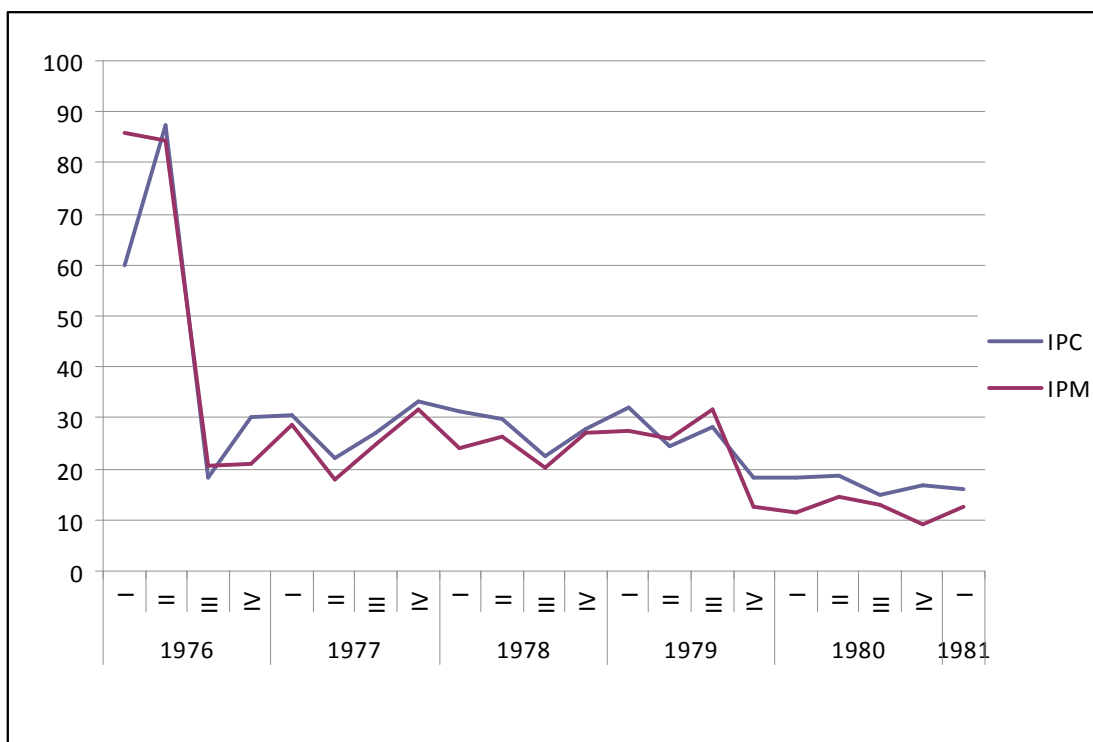


Cuadro 2

Tasas de inflación valores anuales 1970-1975 y trimestrales 1976-1981							
Años	Trimestre	Indice de precios al consumidor IPC	Indice de precios mayoristas IPM	Años	Trimestre	Indice de precios al consumidor IPC	Indice de precios mayoristas IPM
1970		13,6	14	1978	I	31,2	23,9
1971		34,7	39,5		II	29,9	26,5
1972		58,5	77		III	22,7	20,3
1973		60,3	50,1		IV	27,8	27,2
1974		24,2	20	1979	I	32,1	27,3
1975		182,7	192,5		II	24,3	26
1976	I	59,9	85,7		III	28,1	31,8
	II	87,5	84,4		IV	18,4	12,6
	III	18,2	20,5	1980	I	18,5	11,6
	IV	30,1	20,9		II	18,6	14,5
1977	I	30,7	28,5		III	14,7	12,9
	II	22,1	18,1		IV	16,9	9,1
	III	27,2	24,9	1981	I	15,9	12,6
	IV	33,2	31,8				

Fuente: Canitrot, 1981.

Gráfico 3



**Cuadro 3**

<b>Demanda Global (índices a precios constantes de 1970; 1975=100)</b>					
<b>Años</b>	<b>PBI</b>	<b>Consumo</b>	<b>Inversión</b>	<b>Exportaciones</b>	<b>Importaciones</b>
1973	94.8	91.3	95.5	112.5	82.0
1974	100.9	99.9	99.9	112.7	95.2
1975	100	100.0	100.0	100.0	100.0
1976	99.8	93.0	108.2	131.6	74.9
1977	105.8	94.6	129.6	166.5	96.2
1978	101.7	91.6	116.2	179.3	87.4
1979	109.5	101.7	126.5	175.1	128.0
1980	109.8	106.4	135.8	165.4	169.4

<b>Composición</b>					
1974	100.0	81.3	19.4	8.0	8.7
1977	100.0	73.5	23.6	11.3	8.4
1980	100.0	79.6	23.8	10.8	14.2

**Fuente: Canitrot, 1981.**

**Cuadro 4**

<b>Actividad sectorial (números índices a precios de 1970, 1975=100)</b>						
<b>Años</b>	<b>Agricultura</b>	<b>Industria</b>	<b>Minería</b>	<b>Construcción</b>	<b>Servicios</b>	<b>PBI</b>
1973	99.5	96.5	99.2	88.6	93.1	94.8
1974	103.3	103.0	101.6	95.6	99.6	100.9
1975	100	100	100	100	100	100
1976	104.2	98.0	102.4	112.6	98.0	99.8
1977	107.7	103.8	111.2	127.8	103.6	105.8
1978	109.1	92.5	113.3	125.1	101.8	101.7
1979	113.0	101.0	120.5	133.3	108.4	109.5
1980	109.8	97.4	126.9	143.9	112.1	109.8

<b>Composición</b>						
1974	13.2	29.2	2.1	5.5	50.0	100.0
1980	12.9	25.4	2.5	7.6	51.7	100.0

**Fuente: Canitrot, 1981.**

**Cuadro 5**

<b>Cuenta Corriente del Balance de Pagos (en millones de dólares corrientes)</b>					
<b>Años</b>	<b>Exportaciones</b>	<b>Importaciones</b>	<b>Balance comercial</b>	<b>Servicios</b>	<b>Cuenta corriente</b>
1973	3266.0	2229.5	1036.5	-326.5	710.0
1974	3930.7	3634.9	295.8	-168.9	126.9
1975	2961.3	3946.5	-985.2	-304.0	-1289.2
1976	3916.1	3033.0	883.1	-233.5	649.6
1977	5651.8	4161.5	1490.3	-200.4	1289.9
1978	6399.0	3833.8	2565.8	-732.2	1833.6
1979	7809.9	6711.6	1098.4	-1658.6	-560.2
1980	7975.0	10400.0	-2425.0	-2430.0	-4855.0

**Fuente: Canitrot, 1981.**

**Cuadro 6**

<b>Balance de Pagos (en millones de dólares)</b>			
<b>Años</b>	<b>Cuenta corriente</b>	<b>Cuenta de capital</b>	<b>Variación de reservas</b>
1973	710.0	211.0	921.0
1974	126.9	-178.2	-51.3
1975	-1289.2	498.1	-791.1
1976	649.6	542.8	1192.4
1977	1289.9	936.6	2226.5
1978	1833.6	164.8	1998.4
1979	-560.2	5002.6	4442.4
1980	-4855.0	2059.0	-2796.0

**Fuente: Canitrot, 1981.**

Cuadro 7

Esquema de pautas (Tasas de crecimiento porcentuales respecto al mes anterior)				
Año/Mes	Tipo de cambio comprador	Tarifas públicas	Recursos monetarios de origen interno	Salarios mínimos y básicos de convenio
1979				
Ene	5,2	5,9		4,0
Feb	4,7	5,7	15	4,0
Mar	4,7	5,5		4,0
Abr	4,6	5,3		4,0
May	4,5	5,1	13	
Jun	4,2	4,9		
Jul	4	4,7		
Ago	3,8	4,5	11,5	
Sep	3,6	4,3		
Oct	3,4	4,1		
Nov	3,2	3,9	13,6	
Dic	3	3,7		
1980				
Ene	2,8			
Feb	2,6			
Mar	2,4			
Abr	2,27			
May	2			
Jun	1,8			
Jul	1,6			
Ago	1,4			
Sep	1,2			
Oct	1			
Nov	0,8			
Dic	0,6			
1981				
Ene	0,4			
Feb	0,2			
Mar	0			
Abr	2			
May	3			
Jun	3			
Jul	3			
Ago	3			

Fuente: De Pablo, 1983.

Cuadro 8

Tasa de inflación (con respecto al mes anterior)			
Año/Mes		Precios al mayoreo	Precios al consumidor
Dic. 1978/Dic. 1977		7,7	8,6
1979	enero	10,0	12,8
	febrero	7,9	7,4
	marzo	8,1	7,7
	abril	6,4	7,0
	mayo	9,0	6,9
	junio	10,5	9,7
	julio	7,5	7,1
	agosto	14,6	11,4
	septiembre	5,2	6,8
	octubre	1,1	4,3
	noviembre	3,4	5,1
	diciembre	2,5	4,5
1980	enero	4,3	7,2
	febrero	4,1	5,3
	marzo	3,9	5,8
	abril	3,9	6,2
	mayo	5,4	5,8
	junio	7,3	5,7
	julio	2,9	4,6
	agosto	2,9	3,4
	septiembre	2,9	4,5
	octubre	5,4	7,6
	noviembre	2,4	4,7
	diciembre	0,8	3,8
1981	enero	2,5	4,9
	febrero	5,2	4,2
	marzo	4,8	6,0
	abril	12,4	7,9
	mayo	8,0	7,5
	junio	18,2	9,4

Fuente: De Pablo, 1983.



Cuadro 9

Tipo de cambio real (Diciembre de 1978=100)				
Año/Mes	Devaluación + precios de exportaciones e importaciones	Devaluación + precios commodities FMI	Devaluación + precios al mayoreo de los Estados Unidos	0,7 precios al mayoreo agrop. + 0,3 precios no agrop. Importados
<b>1978</b>				
diciembre	100,00	100,00	100,00	100,00
<b>1979</b>				
enero	103,65	95,72	97,57	97,58
febrero	103,83	93,85	95,62	96,11
marzo	108,25	95,26	93,56	94,49
abril	109,93	94,95	93,74	94,67
mayo	106,51	92,02	90,72	94,77
junio	99,47	92,45	85,70	96,48
julio	101,10	90,26	84,53	96,97
agosto	88,80	80,19	77,31	99,01
septiembre	88,03	80,85	76,92	98,16
octubre	89,49	83,81	80,15	94,35
noviembre	91,62	83,86	80,73	94,56
diciembre	91,22	83,55	81,87	92,96
<b>1980</b>				
enero	90,37	87,17	82,34	93,16
febrero	91,32	89,38	82,75	92,89
marzo	86,44	83,65	82,21	91,49
abril	85,26	80,24	81,37	91,52
mayo	81,05	81,46	79,27	92,55
junio	78,23	76,74	75,71	93,19
julio	77,85	75,77	76,12	92,84
agosto	81,68	76,12	75,79	92,48
septiembre	80,11	74,28	74,91	92,36
octubre	77,84	72,58	72,61	87,97
noviembre	75,82	70,55	71,81	87,58
diciembre	75,67	67,22	72,48	84,40
<b>1981</b>				
enero	75,46	66,83	72,45	82,98
febrero	77,06	68,05	77,79	84,34
marzo	76,35	66,47	77,98	83,34
abril			92,67	86,31
mayo			89,87	85,22
junio				93,18

Fuente: De Pablo, 1983.

Cuadro 10

<b>Reservas internacionales (en millones de dólares corrientes)</b>	
<b>Año/Mes</b>	<b>Monto</b>
1978	
diciembre	6037,2
1979	
enero	6327,7
febrero	6578,4
marzo	7033,8
abril	7488,3
mayo	7879,6
junio	8512,5
julio	8919,9
agosto	9175,5
septiembre	9693,6
octubre	10171,6
noviembre	10384,6
diciembre	10479,6
1980	
enero	10815,6
febrero	10867,1
marzo	10666,9
abril	10183,1
mayo	9317,8
junio	9189,9
julio	10068,0
agosto	10413,5
septiembre	9491,4
octubre	8843,4
noviembre	7974,0
diciembre	7683,5
1981	
enero	6839,9
febrero	5554,8
marzo	4698,2
abril	5987,3
mayo	5094,7
junio	4728,2

Fuente: De Pablo, 1983.

Cuadro 11

Principales componentes de la oferta y demanda global 1								
(Valores en miles de millones de pesos a precios de 1960 y variaciones porcentuales sobre igual período del año anterior)								
Año/Trimestre	Producto bruto a costo de factores		Consumo total		Inversión bruta		Importaciones	
	Valores	%	Valores	%	Valores	%	Valores	%
<b>1976</b>	<b>16.6</b>	<b>-1.7</b>	<b>13.3</b>	<b>-9.7</b>	<b>4.3</b>	<b>5.1</b>	<b>1.2</b>	<b>-23.6</b>
I	15.8	-3.3	13.5	-9.5	3.7	-1.5	1.1	-36.5
II	17.0	-3.6	13.5	-12.8	4.3	5.4	1.1	-37.0
III	16.8	0.5	13.2	-8.7	4.5	14.4	1.4	-10.8
IV	16.9	-0.3	12.9	-7.6	4.7	2.3	1.3	-4.8
<b>1977</b>	<b>17.4</b>	<b>4.9</b>	<b>12.9</b>	<b>-3.0</b>	<b>5.0</b>	<b>16.2</b>	<b>1.5</b>	<b>26.8</b>
I	16.0	1.4	12.0	-10.8	4.3	18.8	1.4	20.1
II	17.9	5.8	12.7	-6.0	5.3	21.3	1.5	42.3
III	18.2	8.4	13.1	-0.5	5.5	21.4	1.7	18.8
IV	17.6	4.0	13.6	5.8	4.9	4.4	1.7	28.3
<b>1978</b>	<b>17.4</b>	<b>4.9</b>	<b>12.9</b>	<b>-3.0</b>	<b>5.0</b>	<b>16.2</b>	<b>1.5</b>	<b>26.8</b>
I	15.4	-3.6	11.9	-0.8	3.8	-13.5	1.3	-6.5
II	17.2	-4.4	12.0	-5.5	4.8	-9.0	1.3	-17.0
III	17.3	-4.9	12.3	-6.4	4.6	-16.9	1.4	-13.9
IV	17.5	-0.8	13.4	-2.0	4.8	-1.8	1.4	-12.4
<b>1979</b>	<b>18.2</b>	<b>8.4</b>	<b>13.7</b>	<b>10.9</b>	<b>5.1</b>	<b>13.5</b>	<b>1.9</b>	<b>42.7</b>
I	17.2	11.6	13.3	11.3	4.6	21.5	1.6	28.1
II	18.7	8.8	13.2	9.6	5.2	9.5	1.7	33.3
III	18.6	7.8	14.0	14.3	5.1	11.1	2.0	44.9
IV	18.5	5.7	14.5	8.4	5.4	13.4	2.2	63.0
<b>1980</b>	<b>18.2</b>	<b>-0.2</b>	<b>14.3</b>	<b>3.9</b>	<b>5.3</b>	<b>4.8</b>	<b>2.5</b>	<b>31.3</b>
I	17.8	3.1	13.8	4.0	5.1	12.6	2.4	47.3
II	18.1	-2.9	13.5	2.5	5.7	9.0	2.2	29.7
III	18.6	--	14.8	5.3	5.3	3.8	2.6	27.1
IV	18.4	-0.6	15.0	3.7	5.1	-5.0	2.8	24.6
<b>1981</b>	<b>17.1</b>	<b>-6.1</b>	<b>13.5</b>	<b>-5.5</b>	<b>4.2</b>	<b>-21.9</b>	<b>2.1</b>	<b>-16.3</b>
I	17.6	-1.0	14.7	6.7	4.3	-16.8	2.8	13.8
II	17.8	-1.7	13.3	-1.3	4.8	-16.0	2.3	2.6
III	16.6	-10.7	12.9	-12.8	3.7	-30.4	1.8	-28.9
IV	16.4	-10.7	12.9	-14.3	4.0	-22.7	1.5	-44.9

Fuente: Sourrouille, 1985.

Cuadro 12

Principales componentes de la oferta y demanda global 2								
(Valores en miles de millones de pesos a precios de 1960 y variaciones porcentuales sobre igual período del año anterior)								
Año/Trimestre	Exportaciones		Producto Industrial		Producto Agropecuario		Producto Servicios	
	Valores	%	Valores	%	Valores	%	Valores	%
<b>1976</b>	<b>1.8</b>	<b>40.6</b>	<b>6.1</b>	<b>-4.5</b>	<b>2.1</b>	<b>4.0</b>	<b>7.4</b>	<b>-2.4</b>
I	1.3	22.1	5.5	-6.7	2.0	8.3	7.2	-4.4
II	1.8	31.0	6.4	-6.3	2.1	-0.4	7.4	-5.2
III	2.0	45.1	6.1	-2.9	2.1	3.0	7.4	0.1
IV	2.2	59.8	6.3	-2.0	1.9	5.8	7.5	0.1
<b>1977</b>	<b>2.7</b>	<b>50.7</b>	<b>6.3</b>	<b>6.5</b>	<b>2.1</b>	<b>1.2</b>	<b>7.8</b>	<b>5.3</b>
I	2.5	95.0	5.5	-0.1	2.0	-1.6	7.4	-1.7
II	3.2	79.9	6.5	2.3	2.3	9.1	7.8	6.0
III	2.9	45.1	6.7	10.4	2.1	0.2	8.0	8.4
IV	2.3	6.2	6.5	3.9	1.9	-3.1	7.9	5.0
<b>1978</b>	<b>2.9</b>	<b>5.5</b>	<b>-7.</b>	<b>9</b>	<b>2.1</b>	<b>1.7</b>	<b>7.6</b>	<b>-1.8</b>
I	2.5	-1.7	4.9	-11.5	2.1	3.8	7.2	-1.7
II	3.3	1.9	5.9	-8.7	2.3	0.8	7.6	-2.4
III	3.5	19.6	6.1	-9.2	2.2	0.5	7.8	-2.9
IV	2.4	0.8	6.3	-2.9	1.9	2.2	7.9	-0.2
<b>1979</b>	<b>3.1</b>	<b>5.7</b>	<b>6.5</b>	<b>11.0</b>	<b>2.2</b>	<b>4.1</b>	<b>8.2</b>	<b>7.9</b>
I	2.7	6.9	5.7	16.6	2.3	12.0	7.8	8.5
II	3.7	14.3	6.7	12.9	2.4	1.2	8.2	7.8
III	3.3	-5.0	6.8	10.5	2.1	-0.2	8.4	8.4
IV	2.6	8.6	6.7	5.4	2.0	4.2	8.5	7.0
<b>1980</b>	<b>2.8</b>	<b>-7.0</b>	<b>6.2</b>	<b>-1.8</b>	<b>2.1</b>	<b>-5.5</b>	<b>8.5</b>	<b>2.9</b>
I	2.9	9.6	5.9	3.1	2.2	-6.4	8.3	5.8
II	2.8	-24.1	6.2	-6.9	2.1	-10.1	8.3	0.7
III	2.9	-11.6	6.4	-5.4	2.1	-0.2	8.7	3.0
IV	2.7	6.5	6.3	-4.9	1.9	-4.5	8.7	2.4
<b>1981</b>	<b>3.1</b>	<b>10.6</b>	<b>5.2</b>	<b>-16.0</b>	<b>2.1</b>	<b>3.1</b>	<b>8.1</b>	<b>-4.2</b>
I	2.8	-5.0	5.5	-5.5	2.1	-0.6	8.2	-1.0
II	3.7	31.6	5.4	-13.2	2.4	11.8	8.3	0.1
III	3.6	23.8	4.9	-23.7	2.1	-1.6	8.0	-8.1
IV	2.5	-0.8	5.1	20.0	2.0	3.1	7.8	-9.5

Fuente: Sourrouille, 1985.

**Cuadro 13**

Principales componentes de la oferta y demanda global 3								
(Valores en miles de millones de pesos a precios de 1960 y variaciones porcentuales sobre igual período del año anterior)								
Año	Producto bruto a costo de factores		Consumo total		Inversión bruta		Importaciones	
	Valores	%	Valores	%	Valores	%	Valores	%
1976	16.6	-1.7	13.3	-9.7	4.3	5.1	1.2	-23.6
1977	17.4	4.9	12.9	-3.0	5.0	16.2	1.5	26.8

**Fuente: Sourrouille, 1985.**

**Cuadro 14**

<b>Deuda Externa y Reservas Internacionales (en millones de dólares)</b>				
<b>Fecha</b>	<b>Deuda externa</b>			<b>Reservas Internacionales</b>
	<b>Total</b>	<b>Pública</b>	<b>Privada</b>	
31/03/1976	8948	5251	3697	1022
31/03/1977	9699	6777	2922	2010
31/03/1978	10029	6109	3920	4976
31/03/1979	12763	7706	5057	6754
31/03/1980	20952	11149	9803	10326
31/03/1981	29587	12170	12417	4290
31/12/1981	35671	20024	15647	3719
30/06/1982	36598	21297	15301	3692
31/12/1982	38736	24109	14627*	3048

**Fuente: Olmos, 1990.**

Cuadro 15

<b>BALANCE DE PAGOS (en millones de dólares)</b>					
<b>Concepto</b>	<b>Años</b>				
	<b>1976</b>	<b>1977</b>	<b>1978</b>	<b>1979</b>	<b>1980</b>
<b>I Transacciones corrientes</b>	649,6	1289,9	1833,6	-560,2	-4801
<b>1 Balance Comercial</b>	883,1	1490,3	2565,8	1098,4	-2435
<b>Exportaciones</b>	3916,1	5651,8	6399,5	7809,9	7975
<b>Importaciones</b>	3033	4161,5	3833,7	6711,5	10400
<b>2 Servicios y transferencias unilaterales</b>	-233,5	-200,4	-732,2	-1658,6	-2422,9
<b>II Transacciones de capital</b>	542,8	936,6	164,8	5002,6	2004,9
<b>III Variacion de las reservas monetarias internacionales ( III = I + II )</b>	1192,4	2226,5	1998,4	4442,4	-2796,1

Fuente: Martínez de Hoz, 1981b.

**Cuadro 16**

<b>Deuda Externa y Cuenta Corriente</b>				
<b>Año</b>	<b>Deuda neta</b>	<b>Deuda*</b>	<b>Cuenta corriente</b>	<b>Activos*</b>
<b>1970</b>	2534	2534	-159	0
<b>1971</b>	3445	2923	-389	522
<b>1972</b>	3146	3146	-223	1019
<b>1973</b>	3798	2431	715	1367
<b>1974</b>	4933	2304	127	2629
<b>1975</b>	6877	3589	-1285	3288
<b>1976</b>	6128	2939	650	3189
<b>1977</b>	5445	2022	917	3513
<b>1978</b>	6667	1037	985	5630
<b>1979</b>	8897	3983	-2946	4914
<b>1980</b>	19874	10590	-6607	9284
<b>1981</b>	31952	16054	-5464	15898
<b>1982</b>	40230	18900	-2846	21330

**Fuente: Rodríguez, 1986.**

Nota del autor: la variable Deuda\* sería una estimación de la posición deudora de la Argentina o sea de la deuda bruta menos las reservas internacionales y la suma de las salidas de capitales (Activos\*).



### Tasas de interés trimestrales, 1977-1981

(tasas de interés activas; índice de precios mayoristas no agropecuarios)

Año	Trimestre	Tasa de interés nominal	Tasa de inflación	Tasa de interés real
1977	III	26	31,1	-3,9
	IV	43,4	31	9,5
1978	I	36,8	28,1	6,8
	III	26,4	26,3	0,1
	III	24,6	19,3	4,4
	IV	24,2	27,7	-2,7
1979	I	23,2	31,4	-6,2
	II	22,4	26,9	-3,5
	III	25,6	27,3	-1,3
	IV	23,6	11	11,4
1980	I	19,4	14,2	4,6
	II	18,1	15,5	2,3
	III	20,2	9,8	9,5
	IV	18	14,3	3,2
1981	I	28,3	14,1	12,4

